

2020 年 12 月 03 日

传媒

短视频行业深度：快手，全民开“屏”时代的万花筒

■短视频已成为主流内容消费，同时提供大众化的泛娱乐内容与低门槛的表达媒介，满足用户内容消费升级需求以及用户（尤其是下沉用户）自我表达诉求。2011 年，快手应运而生，从 Gif 工具转型社区产品，从佛系增长到激进进攻已历经九年。复盘快手发展历史，2012 年初心萌芽，宿华携团队加盟程一笑，技术极客遇到天才型产品经理，碰撞出快手公平、普惠的底层价值观；2018 年关键转折，“佛系”快手不敌抖音凶猛攻势（日活、月活均被超越、至今未能反超）后蜕变“激进”，从组织架构到运营策略全面重整，商业化进程大大提速。截至 2020 年上半年，快手成为短视频平台第二（日活 2.577 亿、月活 4.846 亿）、直播打赏平台第一（打赏收入 173 亿、平均月付费用户 6400 万）、直播电商平台第二（GMV 总额 1096 亿）。

■解构快手短视频平台，以算法与技术打造去中心化社区，以社交基因塑造独特商业生态。公平、普惠的算法通过流量分配普惠、露出热度普惠和社群网络结构普惠一步步打造去中心化社区：社区内用户关系平等、亲近、信任；内容生态UGC&PGC 并存、用户表达与消费高度繁荣；流量分发头部与长尾部 3:7 分配、引入“基尼系数”抑制流量倾斜。去中心化社区氛围成为快手社交基因的内核所在，快手凭借用户端、内容端的积累与发展，进一步形成高黏性的私域流量与亿级规模的公域流量，并围绕着两类流量构建出独特的商业化体系，即以私域流量带动直播和电商业务蓬勃发展，以公域流量为信息流广告变现赋能提效。

■解剖快手商业版图，直播打赏是其稳固基本盘，广告业务公域流量价值挖掘已见成效、展现较高增速，天花板极高且与平台特性最为契合的直播电商业务最具潜力。快手围绕人、货、场持续加码升级直播电商。“人”端合作头部快手家族（辛巴家族、散打哥家族等，拥有带货能力）与扶持其他头部势力（明星、名人、非家族主播）并举，并探索出“快手达人+主持人+企业家”的全新高效带货模式。“货”端一手抓产业带“源头好货”，一手抓战略合作京东零售供应链抓“品质好物”，兼顾货源性价比与品牌效应。“场”端从生态、营销、产品三维赋能，合力降低直播带货门槛、扶持赋能中小卖家、提高带货转化效率。

未来，快手直播电商业务进一步发掘发展潜力或将从提升货币化率与完善交易闭环两方面入手，1) 2020H1 快手电商货币化率仅 0.74%，相

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.23	3.20	-22.14
绝对收益	14.56	7.80	9.95

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

传媒行业周报 2020-11-29

周观点 46 期：数字阅读的增量逻辑，预计将呈现为短视频携增量登场
2020-11-22

传媒行业深度分析 2020-11-17

周观点 45 期：传媒板块的内容型平台预计将巩固内容优势、缓解成本压力
2020-11-14

周观点 44 期：板块近期表现平淡
2020-11-08

比淘宝（2.37%）、京东（3.17%）存在较大追赶空间；2）快手小店闭环交易仅完成 31%（闭环交易需分成电商平台、造成佣金损失），而竞品抖音已全面禁止跳转外链、由抖音小店完成全部闭环交易。

■**风险提示：**用户获取成本提升风险、短视频行业竞争加剧风险、内容监管疏漏风险、对头部主播依赖过度风险。

内容目录

1. 快手：全民开“屏”时代的万花筒	6
1.1. 行业分析：全民开“屏”时代，短视频成为最高级别的内容形态	6
1.2. 发展历程：初心与野望，佛系与激进	9
1.3. 运营数据：短视频第二、直播第一、直播电商第二	16
1.4. 财务状况：打赏+广告奠收入基石，推广支出高企致重陷亏损	18
2. 解构短视频巨头，强社交基因塑造独特商业化生态	21
2.1. 快手以技术与数据连接用户、内容与服务	21
2.2. 内容：真实、多元、美好、有益	22
2.2.1. 内容生产：UGC 为主，PGC 为辅	22
2.2.2. 内容分发：坚持普惠、公平原则，引入基尼系数调控	22
2.2.3. 内容运营：全方位布局泛娱乐内容，占领用户心智	24
2.3. 用户：创作者&观众、消费者&商家的两类用户关系链	25
2.3.1. 用户特征：立足下沉用户基本盘向上突破	25
2.3.2. 创作者与观众：半陌生人-半熟人社交关系	26
2.3.3. 商家与消费者：有温度的人设与信任关系	27
2.4. 去中心化算法打造普惠社区，进而塑造快手独特商业化生态	28
3. 巨头的变现版图中，直播打赏稳固、广告高成长、电商最具潜力	30
3.1. 直播：秀场直播打赏规模第一，游戏直播发展势头迅猛	30
3.2. 广告：“内容+社交”核心驱动，探索单列模式提升转化效率	35
3.3. 电商：电商“第四极”初露锋芒，围绕人、货、场加码升级	40
3.3.1. 人：头部家族流量割据，新兴主播势力正在崛起	42
3.3.2. 货：加速组建供应链体系，由源头好货向品质好物进发	45
3.3.3. 场：生态、营销、产品三维度赋能，加快构建电商交易闭环	48
4. 风险提示	51

图表目录

图 1：中国短视频行业月活跃用户规模（亿）及渗透率	6
图 2：中国移动网民日均使用时长 Top8 类型 APP 占比	6
图 3：2017 年-2018 年移动宽带用户净增数（万户）及渗透率	7
图 4：2014-2017 年三大运营商流量资费均价（元）及同比降幅	7
图 5：互联网内容矩阵中的短视频	8
图 6：主流社交平台表达范式的变迁	8
图 7：短视频创作-消费的闭环生态	9
图 8：快手四大发展阶段：萌芽期-转型期-用户争夺期-变现加速期	9
图 9：快手创始人程一笑	10
图 10：快手 CEO 宿华工作经历	10
图 11：短视频 APP 上线时间	11
图 12：快手与新浪微博 APP 用户界面对比	11
图 13：2017-2018 年快手、抖音 MAU（百万）	12
图 14：2017-2018 年快手、抖音 DAU（百万）	12
图 15：2020 年春节假期前后短视频 APP 日活跃用户规模 Top5	13
图 16：快手股权结构（截至 2020 年 11 月）	14
图 17：快手平均日活跃用户和月活跃用户规模	16

图 18: 快手每位日活跃用户日均使用时长 (分钟)	16
图 19: 2017-2020H1 快手直播业务收入及同比增速	17
图 20: 2017-2020H1 快手直播平均每月付费用户及同比增速	17
图 21: 2018-2020H1 快手电商 GMV	18
图 22: 2020H1 快手电商平均重复购买率	18
图 23: 2017 年-2020H1 公司营业收入及同比增速	18
图 24: 2017 年-2020H1 公司营业收入结构	18
图 25: 2017 年-2020H1 主播收入分成及税项、占收入比	19
图 26: 2017 年-2020H1 公司营业成本结构	19
图 27: 2017 年-2020H1 公司净利润及净利率	19
图 28: 2017 年-2020H1 公司调整后净利润及净利率	19
图 29: 2017 年-2020H1 公司期间费用率	20
图 30: 2017 年-2020H1 公司销售费用拆分及同比增速	20
图 31: 2017 年-2020H1 公司研发费用及同比增速	20
图 32: 2020H1 公司按职能划分的雇员人数及占比	20
图 33: 快手生态体系	21
图 34: 快手的内容分发算法机制	23
图 35: 快手“关注”、“发现”、“同城”代表三类分发模式	24
图 36: 周杰伦快手账号&直播首秀	25
图 37: 张雨绮 (快手电商代言人)、沈腾 (快手代言人)	25
图 38: 2018 年快手用户与移动互联网用户年龄分布对比	26
图 39: 2018 年快手用户与移动互联网用户地域分布对比及 TGI 指数	26
图 40: 2020 年快手、抖音用户地域分布	26
图 41: 用户黏性对比: 微信>快手>QQ>抖音>B 站	27
图 42: 7 日活跃留存率对比: 微信>快手>QQ>抖音>B 站	27
图 43: 快手电商使用习惯	28
图 44: 快手 APP 内丰富多样的互动功能	29
图 45: 快手的商业化变现版图	30
图 46: 2016-2019 年主要直播平台打赏市占率对比	31
图 47: 2019 年主要直播平台月活跃用户数 (百万) 及 ARPU 值 (元) 对比	31
图 48: 快手 Top200 主播分类占比	32
图 49: 小葫芦指数 1000 分以上秀场主播占比	32
图 50: 快手平台短视频-直播流量闭环	32
图 51: 2020 年 2 月不同游戏直播平台各板块活跃主播人数 (万)	33
图 52: 《和平精英》全网人气主播 Top10	34
图 53: 快手磁力引擎产品体系	36
图 54: 快手磁力引擎链接人、内容、创意、流量	37
图 55: 2020Q1 快手重点行业投放广告分布	37
图 56: 快手磁力引擎升级后的品牌理念	38
图 57: 快手信息流广告 VS 抖音信息流广告	39
图 58: 快手在单列模式的三次尝试	40
图 59: 快手直播电商以信任为基石、具备四大维度优势	40
图 60: 快手直播电商“人、货、场”商业变现示意图	42
图 61: 快手六大家族	42
图 62: 辛巴家族的“一超多强”格局	43

图 63: 2019 年辛巴带货 GMV VS 快手电商总 GMV	43
图 64: 2020 年 1 月-8 月快手电商订单增长贡献率分布	45
图 65: 2020 年 1 月-8 月快手电商订单量增幅	45
图 66: 抖音直播带货商品总销售额 TOP10 类目 (2019 年 12 月-2020 年 5 月)	45
图 67: 快手直播带货商品总销售额 TOP10 类目 (2019 年 12 月-2020 年 5 月)	45
图 68: 抖音、快手各品类均价差额 (抖音-快手)	46
图 69: 快手珠宝玉石产业带	47
图 70: 快手 X 京东 达成战略合作	47
图 71: 快手电商“三板斧”: 入驻审核-违规治理-售后保障	48
图 72: 快手电商产业链	50
图 73: 快手 2020 年国庆期间 (10.1-10.7) 直播带货商品渠道分布	50
 表 1: 快手产品矩阵	 13
表 2: 快手融资历程	16
表 3: “视频+社交”类 APP 运营数据对比 (2020 年上半年平均数据)	17
表 4: 各平台 10W+ 粉丝账号数	23
表 5: 快手旗下重点电竞赛事转播版权	34
表 6: 快手最新 2.0 版游戏公会激励政策	35
表 7: 双列模式在分发效率及展示效果方面不及单列模式	39
表 8: 2018-2020 年各大电商平台佣金 (亿元) 及货币化率	41
表 9: 明星/企业家直播需要头部红人配合带货	44
表 10: 2020 年双十一期间销售额破亿直播间 (除辛巴家族外)	44
表 11: 快手电商在生态、营销、产品侧的三大维度赋能升级	49
表 12: 快手对于不同平台的抽佣体系	50

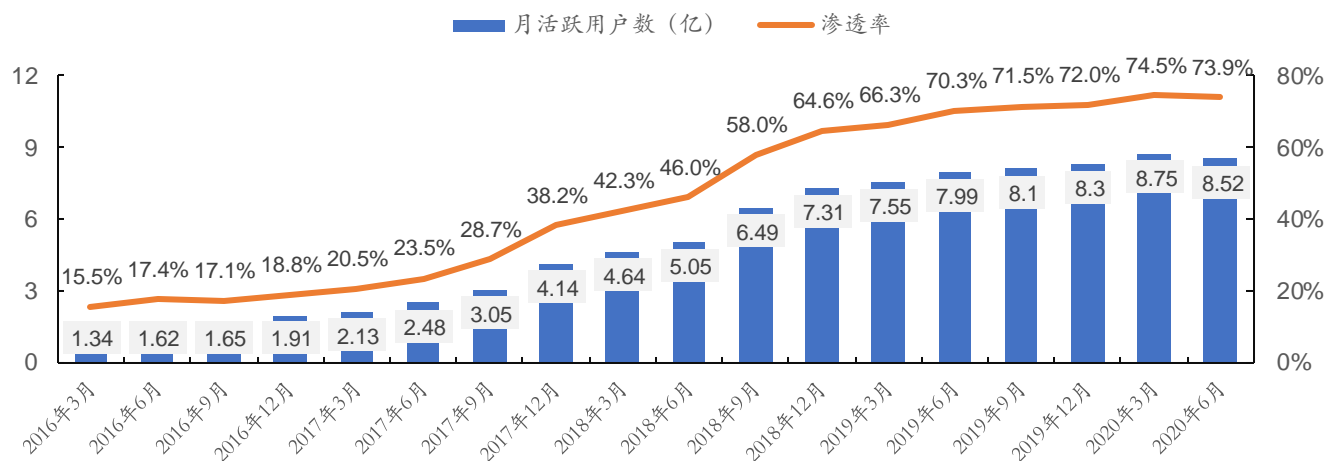
1. 快手：全民开“屏”时代的万花筒

1.1. 行业分析：全民开“屏”时代，短视频成为最高级别的内容形态

短视频自 2016 年起爆发，现已成为不可或缺的泛娱乐内容消费与信息传播媒介。移动互联网的普及与发展培养出用户移动化、碎片化的内容消费习惯，短视频行业顺应受众内容消费习惯的变迁而蓬勃发展。2014 年，秒拍、快手、美拍等短视频平台密集上线，2016 年，抖音短视频问世，以中心化流量分发与强运营策略迅速占领市场，同时为短视频行业注入发展动力。2018 年春节，以快手、抖音为代表的短视频平台以红包雨、晚会直播等方式强势吸引用户、收割流量。在头部短视频 APP 的推动下，短视频产品以势不可挡的姿态进入用户的娱乐与社交生活。

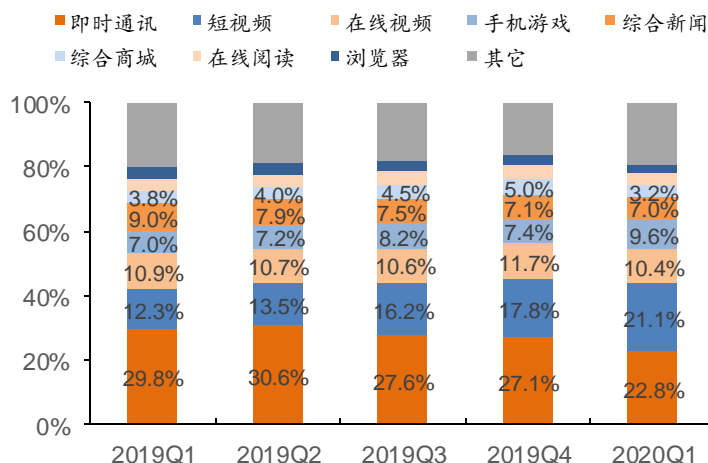
从用户规模及渗透率来看，短视频行业的月活跃用户规模由 2016 年 3 月的 1.34 亿迅速增长至 2020 年 6 月的 8.52 亿；同时，2019 年 6 月以后，短视频 APP 的移动互联网渗透率均稳定在 70% 以上。从用户时长占比来看，2020Q1，短视频 APP 平均单机日使用时长占比达 21.1%，远超在线视频（10.4%），仅次于即时通讯（22.8%）。

图 1：中国短视频行业月活跃用户规模（亿）及渗透率



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

图 2：中国移动网民日均使用时长 Top8 类型 APP 占比



资料来源：极光数据，安信证券研究中心

移动互联网的普及与流量资费的下降为短视频行业的爆发奠定客观条件。工业和信息化部披露数据显示，截至 2018 年 5 月，我国移动宽带用户（3G/4G）总数达 12.3 亿户，渗透率占比移动电话用户的 82.3%；其中 4G 用户总数达 10.9 亿户，渗透率占比移动电话用户的 73%。伴随移动互联网的高度普及，流量资费也呈逐年下降趋势。2014 年三大运营商流量资费均价为 134.7 元/GB，2017 年下降至 28 元/GB，降幅达 79.2%；同时互联网公司推广旗下 APP 与运营商联手推出定向流量无限包，单月费用通常在 10 元以下，例如腾讯大王卡，单日 500MB 流量资费仅需 1 元，且绑定快手 APP 免流量资费。此外，手机硬件设备升级，尤其是高清前后摄像头、高清屏幕成为标配，移动摄像、视频质量提升，对短视频内容消费与制作具有重要普及意义。

图 3：2017 年-2018 年移动宽带用户净增数（万户）及渗透率

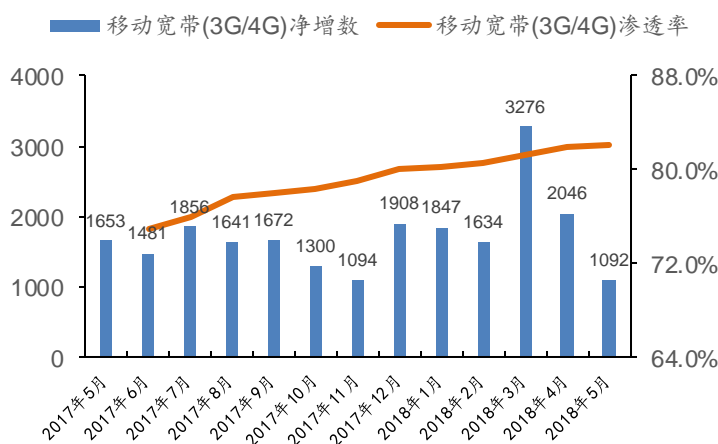
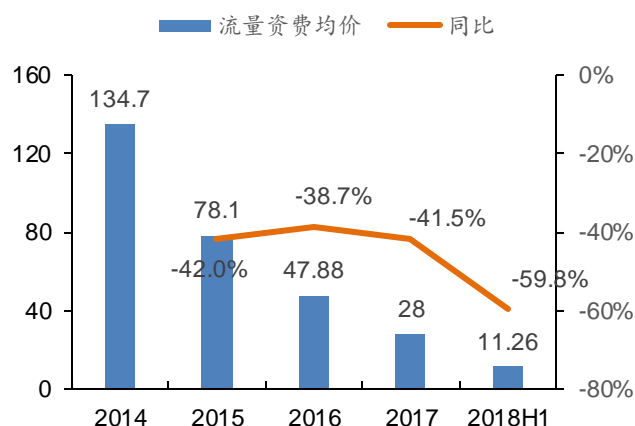


图 4：2014-2017 年三大运营商流量资费均价（元）及同比降幅



资料来源：工业和信息化部，三大运营商年报，安信证券研究中心

资料来源：工业和信息化部，三大运营商年报，安信证券研究中心

短视频的爆发满足用户的主观需求，一是内容消费升级的需求；二是用户自我表达诉求。

1) 内容消费升级的需求：短视频的呈现维度高于图片与文字。经历 2G/3G-4G-5G 的过渡与迭代，内容展现形式的升级趋势是从文字到图片，从图片到视频，短视频短小、精悍的呈现特点能够顺应用户日益碎片化、移动化的内容消费习惯，短视频拍摄手法、音乐、故事、画面等的多样性能够最大化满足用户的内容消费需求。因此，在流量资费逐渐廉价化的背景下，用户多选择短视频作为碎片化时间的消遣方式。

短视频内容的承载平台范围日益宽广。各流量平台均入局短视频内容的分发，在 APP 内部或首页嵌入视频专区，短视频内容正在成为与图片、文字并驾齐驱的内容形态。因此，短视频内容已经不再局限于快手、抖音等短视频平台，而是成为各大流量平台的视频专区的标配。

2) 自我表达的诉求：低门槛的短视频将提供泛众化的表达框架。在以图文输出为主的互联网时代，能够在网络上表达思想、看法的始终是社会上少数精英，95%以上的大众只是旁观者、点赞者和转发者。因此，从深层的逻辑上看，图文表达仍然是以精英人士为主流的一种社会表达范式。

短视频则是与一种泛众化的传播范式。短视频拍摄的低门槛为普罗大众赋能赋权，满足普通人自我表达的诉求，每一个人都可以用短视频这种最为简要、直观的形式与他人和

社会分享自己的观点与生活。

图 5：互联网内容矩阵中的短视频



资料来源：安信证券研究中心

图 6：主流社交平台表达范式的变迁



资料来源：安信证券研究中心

同时，短视频社区是集短视频内容消费与创作表达相互促进的闭环生态。一方面，海量的短视频 UGC 创作表达能够促进短视频内容消费，另一方面，大众消费短视频赋予普通人被看见的机会，激活用户的创作表达欲。

短视频用户从单纯的内容消费到自我个性表达，再进入兴趣圈层进行深度社交，促进一种自下而上的短视频大生产。以内容为基础、以人为核心、以短视频为媒介的新社交关系，伴随用户自发且旺盛的创作与表达流行起来。

图 7：短视频创作-消费的闭环生态



资料来源：安信证券研究中心

1.2. 发展历程：初心与野望，佛系与激进

快手历经九年发展，现已成为我国短视频平台竞争格局中一极。回顾快手的发展史，可划分为四大阶段，即萌芽期（2011-2012）、转型期（2013-2016）、用户争夺期（2017-2018）与变现加速期（2019-2020）。快手在不同的发展时期，面对变换竞争环境，采取灵活多变的发展策略。纵向来看，快手的整体策略已逐渐由“佛系”向“激进”演化，但快手仍然坚持着创立时的“初心”，普惠、公平的价值观，即去中心化的流量分发模式，孕育出快手独有的“老铁”社区生态。截至 2020 年底，短视频行业的用户争夺战基本落幕，快手稳坐 MAU、DAU 第二大的短视频平台宝座；当前竞赛点已经转化为变现能力的竞争，快手的“野望”是积极寻求商业化变现的突破。

图 8：快手四大发展阶段：萌芽期-转型期-用户争夺期-变现加速期



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2011-2012，核心团队完成搭建，宿华、程一笑强强联合

2011 年，程一笑团队创立“快手”前身“GIF 快手”，一款动图生成工具。程一笑先生曾先后任职于惠普公司、人人网，产品经理出身。借助动图在的传播，GIF 快手曾达到过

千万级别的月活。2012 年底，GIF 快手由工具型产品转型社区型产品，遭遇发展瓶颈。

2012 年，在投资人张斐的撮合下，宿华携团队加盟快手。宿华曾任职于 Google 做搜索引擎广告系统研究；曾任职于百度担任“凤巢”广告系统核心工程师；曾先后三次创业，项目包括搜索服务提供商 one box（后被阿里的 UC 收购）、社交电商圈圈。宿华先生的学习与工作经验，使其在机器学习、人工智能领域积累丰富经验。

程一笑团队与宿华团队合并后进行明确分工：程一笑任首席产品官，更专注于产品、运营等内部事项；宿华担任 CEO，负责机器算法及对外的事项。快手的核心团队完成搭建，程一笑与宿华先生强强联合。

图 9：快手创始人程一笑



程一笑
GIF快手创始人

- 毕业于东北软件学院
- 先后任职于大连惠普、人人网，从事 iPhone 客户端开发
- 2011 年创办 GIF 快手

图 10：快手 CEO 宿华工作经历



宿华
快手创始人之一

- 毕业于清华大学软件学院
- 2006 年入职 Google 从事搜索引擎广告系统研究，期间学习大量人工智能、机器学习技术
- 2009 年入职百度，担任“凤巢”广告系统架构师
- 2011 年创办搜索服务提供商 one box，复制算法及核心技术，后被阿里 UV 浏览器收购
- 2012 年创办社会化电商项目“圈圈”

资料来源：《中国企业家》，安信证券研究中心

资料来源：《中国企业家》，安信证券研究中心

2013-2016，由工具型产品转型社交型产品，确立普惠、公平的价值观

快手确定由工具型产品向社区型产品转型后，首先确立**普惠、公平**的价值观，在此基础上，进一步确立去中心化的流量分发机制、符合价值观的产品、并建立平等、分享氛围的社区。快手的**产品定位**是普通人记录分享生活的短视频社区，不同于竞品，其记录属性强于娱乐属性，**优先服务创作者而非消费者**。

2013-2016 年，市场上并没有与快手定位相似度极高的竞品，快手面对的竞争环境相对宽松。同期的短视频产品包括 2013 年 3 月、8 月上线的美拍、秒拍。美拍最初定位是手机自拍的拍照分享社交应用，2014 年 5 月转型短视频社区，至 2015 年 1 月，DAU 达 500 万，MAU 达 4000 万；秒拍成为内嵌微博的独家短视频应用，拥有微博流量及明星资源加持，高峰全域 MAU 接近 3 亿但快速衰落。在此阶段，快手的发展策略以自然增长为主，凭借去中心化的社区生态及低使用门槛的产品自然增长到 4000 万 DAU、1.1 亿 MAU。

快手在没有雄厚资金、流量背景的情况下迅速崛起，核心原因在于其去中心化的流量分发模式，帮助其锁定庞大且忠诚的下沉用户群体。秒拍、美拍、小咖秀与微视均在一定程度上效仿微博的明星营销带来第一波流量，但明星本身不是平台的忠实用户，难以产生长期留住用户的多元化内容。小咖秀通过“对嘴型表演”降低短视频拍摄门槛，并创造各种热点促进普通用户参与内容创作，但其使用的微博社交链仍然决定其在内容分发机制上以明星内容优先，普通用户的投入与获得的关注不匹配逐渐导致 UGC 创作氛围降低。

快手以去中心化算法分发取代 KOL 分发模式，不向明星等头部流量倾斜，赋予普通人分享生活、创作内容的机会。在竞品产品主打头部明星流量时，快手采取“农村包围城市”战略，率先锁定庞大且忠诚的下沉用户群体。快手从 GIF 时代就开始沉淀 UGC 创作者，转型社交型平台后采取轻运营策略鼓励 UGC 内容，形成“平台以 UGC 内容吸引更多用户-用户创作 UGC 内容繁荣平台”的正向反馈。

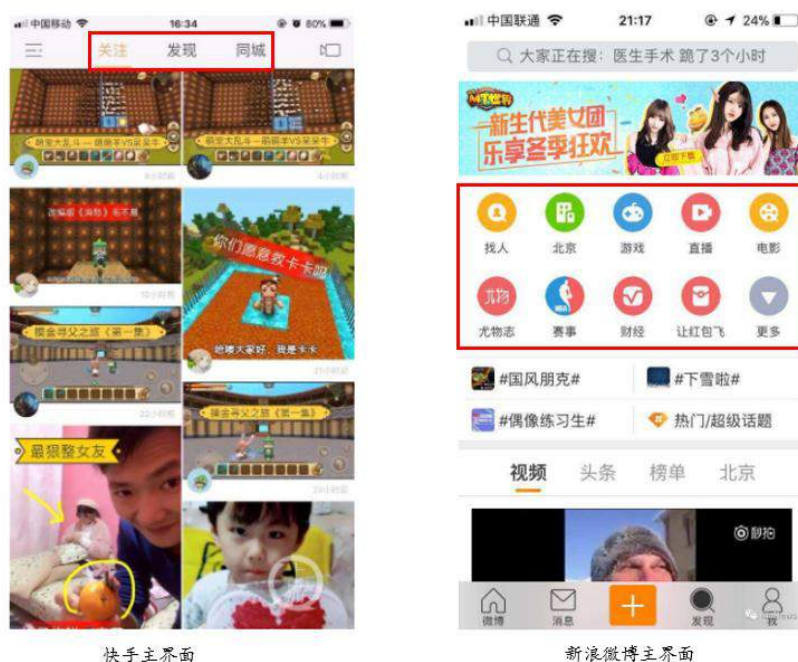
图 11：短视频 APP 上线时间



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

同时，快手 APP 的用户界面设计极其简洁，使用门槛极低，迎合下沉用户的使用偏好。下沉用户对从获取产品的成本到使用产品的操作过程，都对产品的易用性和可操作性有比较高的要求；繁杂的设计、复杂的操作都很容易造成用户流失。快手 APP 将信息噪点降至最低限度，操作路径最简化、信息展示简单直观，对比快手与新浪微博 APP 的界面设计，新浪微博更多体现功能丰富度，而快手首页功能精简，精准导向短视频、直播，各个功能环节之间操作最简化。

图 12：快手与新浪微博 APP 用户界面对比

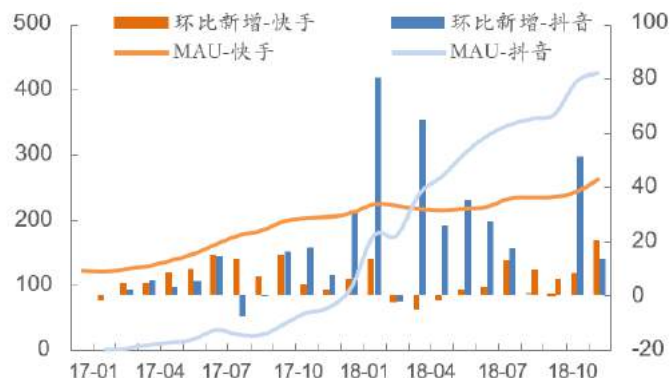


资料来源：快手，新浪微博

2017-2018，被动迎战强敌抖音，全面加强运营策略

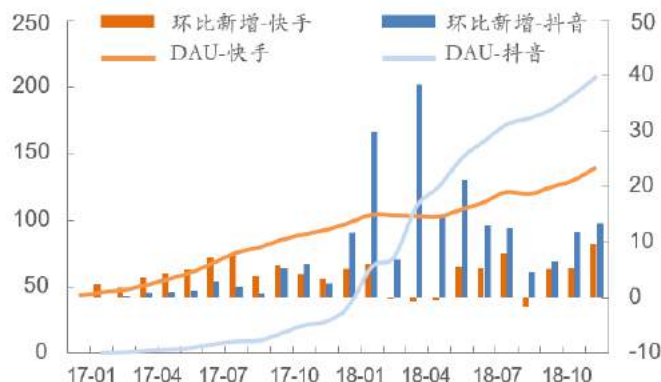
2016年8月，抖音短视频上线，以“中心化算法分发+强运营”让用户浏览到最具吸引力的内容，呈现出势无可挡的增长态势。2018年4月，抖音的MAU、DAU陆续赶超快手，快手至今未能反超。同时，随着用户规模、内容的数量及多样性快速增加，快手自然增长策略不再适用。

图 13：2017-2018 年快手、抖音 MAU（百万）



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

图 14：2017-2018 年快手、抖音 DAU（百万）



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

面对外部强敌抖音的竞争与内部增长受限的矛盾，快手重建管理团队，引入职业经理人，从阿里、美团、腾讯、网易等大型互联网公司招募人员组建“CXO”职业经理人团队；同时，公司开始重视运营及内容管理，加强在审核、运营等层面的工作，加大用户增长与内容管理，公司扩充大量的运营人员，公司人数由 2016 年的百人规模快速扩张至 2018 年的 6000 余人。

快手开始搭建商业化中台、完善商业化产品体系。2016 年 10 月，快手开始搭建商业化技术中台，并在两年时间内推出成体系的营销产品功能，公测信息流广告，上线“粉丝头条”功能，发布“快接单”平台，上线“快手小店”等。2018 年 7 月，快手正式建立商业化团队，下设商品研发、创新业务中心、广告业务、商业生态、业务运行、商业市场中心、商业审核中心等多个二级部门。

快手原本只有一个主站 APP，2017 年起开始丰富产品矩阵，推出视频类、工具类、社交类、游戏类产品。截至 2019 年底，快手产品矩阵中视频类产品包括快手海外版 Kuai、快手极速版、AcFun、宇宙视频、哈萌视频、笑番视频；社交类产品包括欢脱、豆田社区（对标小红书，现已下线）、喜翻、蹦迪；游戏类产品包括快手电九、电喵直播、快手爱游斗地主、快手直播伴侣；工具类社交产品包括一甜相机、光音、快看点、快影。

表 1: 快手产品矩阵

类别	视频类				社区类
产品	 快手 (Kwai)	 快手极速版	 AcFun	 欢脱	 豆田社区
功能/特征	短视频, 快手海外版	短视频 (单列)	收购弹幕视频网站 A 站	年轻人, 脱单	生活经验分享
推出时间	2017 年 7 月	2019 年 4 月	2018 年 6 月	2019 年 2 月	2018 年 9 月, 已下线
产品	 宇宙视频	 哈萌视频	 笑番视频	 喜翻	 陌迪
功能/特征	资讯类短视频	宠物主题视频	原创搞笑短视频	陌生人社交	潮流文化社交
推出时间	2017 年 12 月	2018 年 9 月	2019 年 7 月	2019 年 5 月	2018 年 11 月
类别	游戏类			工具类	
产品	 快手电丸	 电猫直播	 一甜相机	 光音	 快看点
功能/特征	原“快手小游戏”	游戏直播	美颜相机	音乐 MV 视频制作	算法分发资讯平台
推出时间	2018 年 3 月	2019 年 2 月	2018 年 2 月	2019 年 2 月	2019 年 5 月
产品	 快手爱游斗地主	 快手直播伴侣	 快影		
功能/特征	斗地主小游戏	手游直播辅助应用	视频编辑工具		
推出时间	2019 年 10 月	2017 年 6 月	2017 年 1 月		

资料来源: 安信证券研究中心

2019-2020, 由“佛系”转为“激进”, 商业化进程全面提速

2019-2020 年, 快手整体发展策略由“佛系”转变为“激进”, 主动迎战抖音。2019 年 4 月, 快手推出 单列 Feed 流设计的“快手极速版”, 相比主站功能和界面更简洁, 并利用 40 亿春晚红包强势拉新, 其用户增速快于“抖音极速版”; 春节期间, 快手主站 APP 叠加快手极速版 DAU 峰值破 3 亿。2019 年 Q4 起, 快手、抖音 DAU 差距不断缩小, 截至 2020 年 1 月缩小至不到 6000 万。

图 15: 2020 年春节假期前后短视频 APP 日活跃用户规模 Top5



资料来源: Quest Mobile, 安信证券研究中心

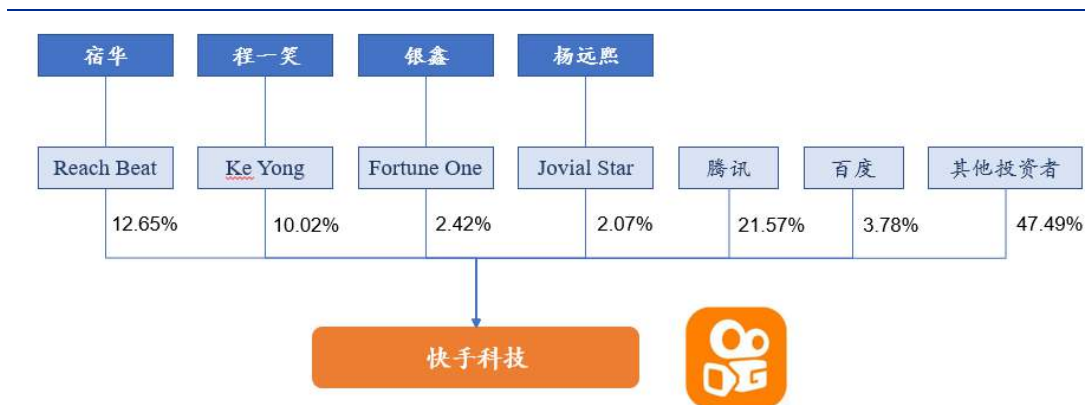
全面加强运营, 推出多项创作者扶持计划, 挖掘垂类内容。2016 年之前, 快手不主动接触创作者和机构, 2018 年开始重视运营, 2019 年在增长压力下, 快手进一步强化内容运营, 推出各项扶持计划来扶持创作者、增加平台内容供给的数量及丰富度。2019 年 7 月, 快手在首届光合创作者大会上宣布“光合计划”, 更加开放地与内容专业机构进行合作; 百亿元流量扶持 10 万个优质生产者, 重点扶持美食、体育、时尚、游戏、音乐等 20 个垂类, 2019 年全年新增 100 万以上粉丝账号超过 3000 个。此外, 快手提升平台服务, 打造“创作者平台”, 开放对公结算、数据中心、多账号管理系统, 用技术和数据为创作者发展保驾护航。

全面加速商业化进程, 直播打赏之外, 快手在广告、电商方向定下较高增长目标。直播方面, 2019 年直播打赏收入仍然是快手最主要的收入来源(占比 60%以上)。广告方面, 快手 2018 年建立功能完整的商业化团队、并推出快手营销平台; 2019 年, 快手继续完善营销平台, 升级为“磁力引擎”, 2019 年全年广告收入有明显提升。电商方面, 2018 年 6 月上线“快手小店”, 打通淘宝供应链, 2019 年继续打通拼多多、京东供应链; 目前已孵化出“散打哥家族”、“辛巴家族”等日带货能力破亿的达人。据招股书数据, 2019 年全年快手平台直播带货的 GMV 约 600-800 亿元; 2020 年上半年快手电商交易总额(GMV) 达到 1096 亿元。

2020, 快手赴港 IPO, 或将成为短视频第一股

2020 年 11 月 6 日, 快手向港交所递交招股书。梳理快手的融资状况, 在此次 IPO 前, 快手已历经 9 轮融资。截至 2020 年 11 月, 前五大股东为腾讯、五源资本、Reach Best、Ke Yong 及 DCM, 分别持股 21.57%、16.66%、12.65%、10.02%及 9.23%。其中 Reach Best 及 Ke Yong 的实际控制人分别为联合创始人宿华及程一笑。由于快手采用不同投票权架构, A 类股份每股可投十票, 而 B 类股份每股可投一票。所有股东中, 仅联合创始人宿华、程一笑持有公司 A 类股份, 占比分别为 55.79%、44.21%, 在并不拥有公司股本大部分经济利益的情况下, 行使投票控制权, 从而成为实际控制人。

图 16: 快手股权结构 (截至 2020 年 11 月)



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 2：快手融资历程

融资轮次	初始认购时间	融资金额 (百万美元)	发行股份数 (百万股)	投资方	投后估值 (亿美元)
A	2014 年 6 月 20 日	1.32	356	五源资本 (原晨兴资本)	-
B	2014 年 7 月 18 日	19.75	475	五源资本、DCM、腾讯等	-
	2015 年 4 月 1 日	2.00	6		-
C	2015 年 2 月 11 日	110.00	282	五源资本、DST、Sequoia、顺为资本等	-
	2015 年 7 月 9 日	20.00	43		-
D	2016 年 1 月 12 日	128.50	186	五源资本、腾讯、百度、CMC、Sequoia、顺为资本	19.23
	2017 年 3 月 8 日	350.00	407		29.17
E	2018 年 3 月 16 日	1000.00	200	五源资本、DCM、腾讯、DST、顺为资本、CMC 等	166.67
	2019 年 9 月 25 日	180.00	34		250
F	2020 年 1 月 18 日	600.00	105	腾讯、博裕资本、淡马锡	286
	2020 年 1 月 18 日	2400.00	354		

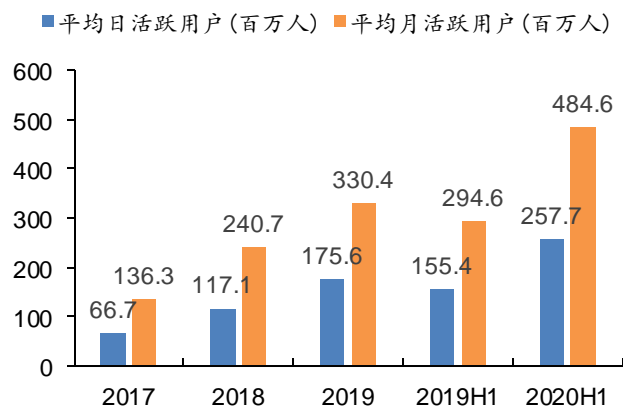
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

据公司招股说明书披露，本次 IPO 拟募集资金将主要用于：

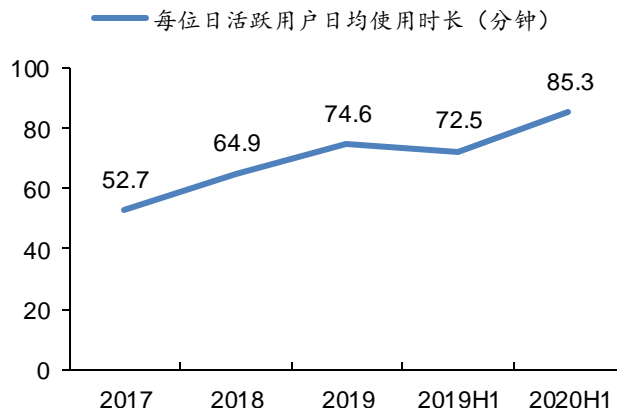
- 1) **增强生态系统**，包括但不限于扩大用户覆盖及提高用户参与度，尤其是通过分析行为数据，开展有针对性且精准的营销及推广活动；通过改进功能和服务，改善用户及业务伙伴的体验；丰富及提高内容的质量及多样性；持续开发及扩大产品及服务。
- 2) **加强研发及技术能力**，包括吸引及招聘人工智能及数据分析等相关领域的专家、科学家、研究人员及其他人才；加大在技术方面的投资，加强个性化及增强现实等技术能力；不断升级信息技术基础设施，支持生态系统及产品与服务。
- 3) **选择性收购或投资于业务互补及符合公司增长策略的产品、服务及业务**，尤其是在提高技术水平、丰富生态系统、吸引新用户及扩大产品和服务范围等方面。
- 4) 营运资金及一般企业用途。

1.3. 运营数据：短视频第二、直播第一、直播电商第二

以 DAU 或 MAU 计，短视频第二。截至 2020 年 6 月 30 日，快手 APP 的平均日活用户达 2.577 亿人，平均月活用户 4.846 亿人，用户粘性为 42.9%，低于抖音但远超长视频站，日活用户平均每天使用时长达 85.3 分钟，日均访问快手应用超过 10 次。

图 17：快手平均日活跃用户和月活跃用户规模


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 18：快手每位日活跃用户日均使用时长 (分钟)


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

注：日活、月活用户数据仅为快手主站 APP，不包含小程序等。

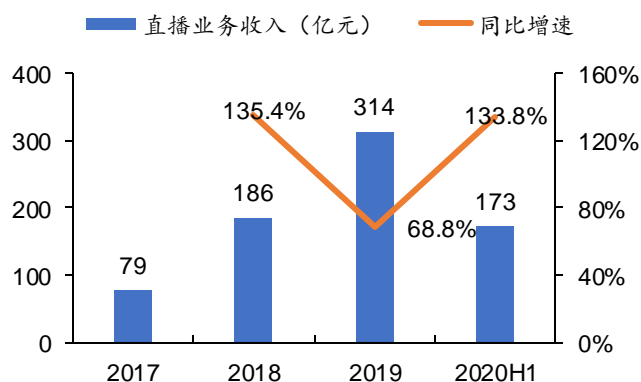
表 3：“视频+社交”类 APP 运营数据对比（2020 年上半年平均数据）

	直播		短视频		长视频			
	虎牙	斗鱼	快手	抖音	爱奇艺	腾讯视频	芒果 TV	Bilibili
DAU（百万人）			257.1	295.9	100	102.2	38.5	32.5
MAU（百万人）	168.5	194	484.6	526.6	507.8	483	186	105.6
付费用户人数（百万人）	6.2	7.6	64		104.9	114	27.7	12.9
付费率	3.7%	2.9%	13.2%		20.7%	23.6%	14.9%	12.2%
ARPU（元/月）	34.5	25.4	45.2		9.6		8.5	5.3
用户粘性(DAU/MAU)			43.9%	56.2%	19.7%	21.2%	20.7%	30.8%
日活跃用户使用时长（分钟）			85.3	94	71.2	70	74.6	83.8

资料来源：各公司公告，招股说明书，安信证券研究中心

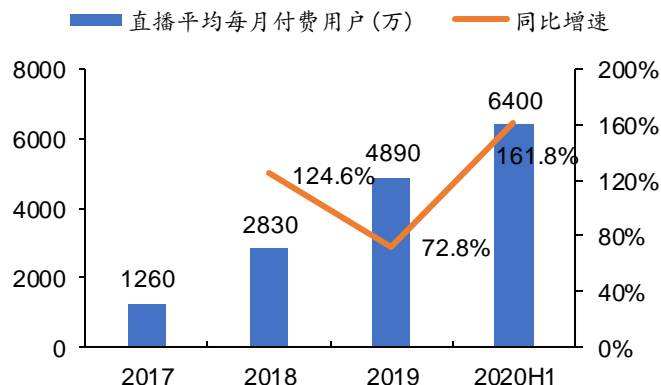
以打赏收入计，直播第一。根据艾瑞咨询统计，截至 2020 年 6 月 30 日，快手是全球范围内以虚拟礼物打赏流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台，2020 年上半年，快手平台直播打赏收入达 173 亿元，同比增长 133.8%，平均月付费用户达 6400 万，同比增长 161.8%。

图 19：2017-2020H1 快手直播业务收入及同比增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

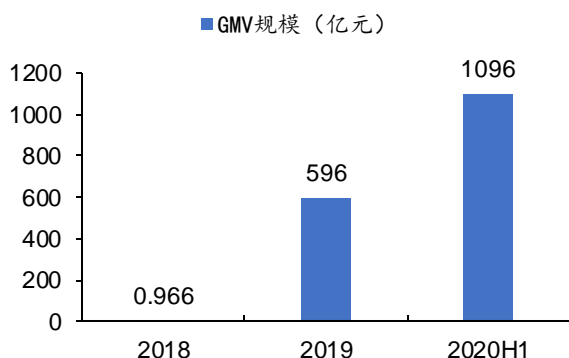
图 20：2017-2020H1 快手直播平均每月付费用户及同比增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

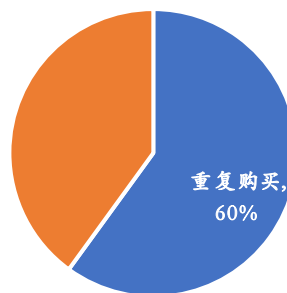
以 GMV 计，直播电商第二。用户的高度参与促进用户之间产生社交信任，鼓励用户更加积极及深入地互动，同时鼓励用户与商家之间的交易快手的直播电商业务在 2018 年推出以后高速增长，2020 年上半年商品交易总额 GMV 已经达到 1096 亿元；且用户的平均重复购买率达 60%+。

图 21：2018-2020H1 快手电商 GMV



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 22：2020H1 快手电商平均重复购买率

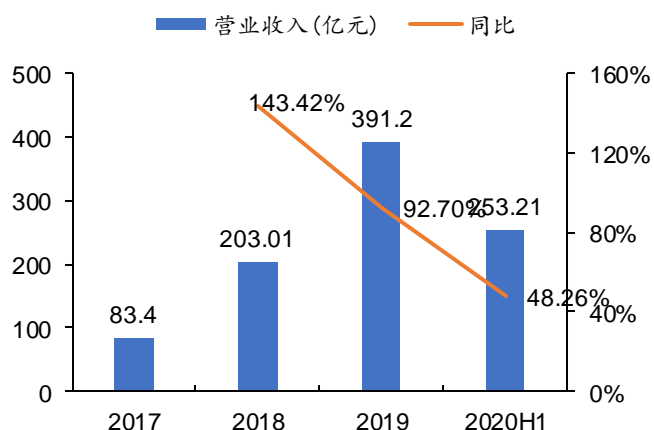


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.4. 财务状况：打赏+广告奠收入基石，推广支出高企致重陷亏损

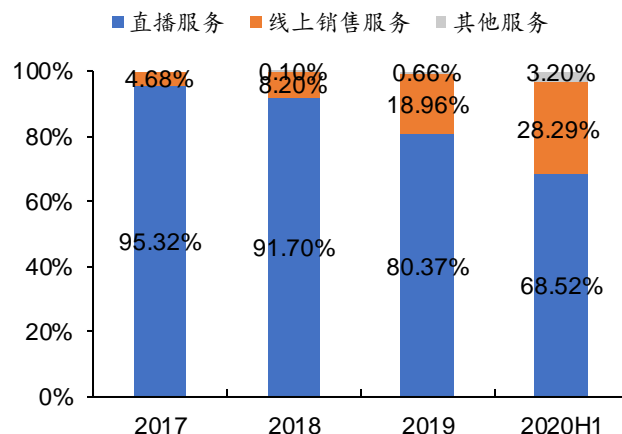
营收高速增长，直播仍为支柱收入来源，但广告业务高速增长、重要性逐步凸显。公司 2017-2019 年实现营业收入 83.40 亿元、203.01 亿元、391.20 亿元，分别同比增长 143.43%、92.7%、48.26%。从营收结构看，直播服务仍贡献绝大部分营收，但由于广告业务收入的高速增长（2020H1 占比 28.29%），直播收入占比从 2017 年的 95.32% 下降到 2020H1 的 68.52%；同时，公司积极寻求电商及其他业务变现，其他服务收入由 2018 年的 0.20 亿元上升至 2019 年的 2.60 亿元（占比 0.66%）、2020 H1 的 8.10 亿元（占比 3.20%）。

图 23：2017 年-2020H1 公司营业收入及同比增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

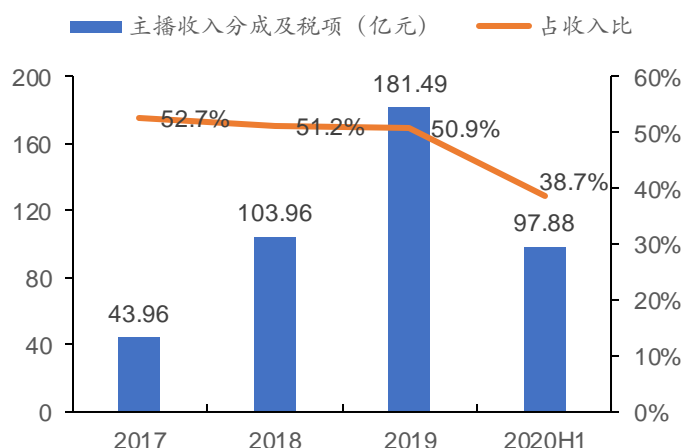
图 24：2017 年-2020H1 公司营业收入结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

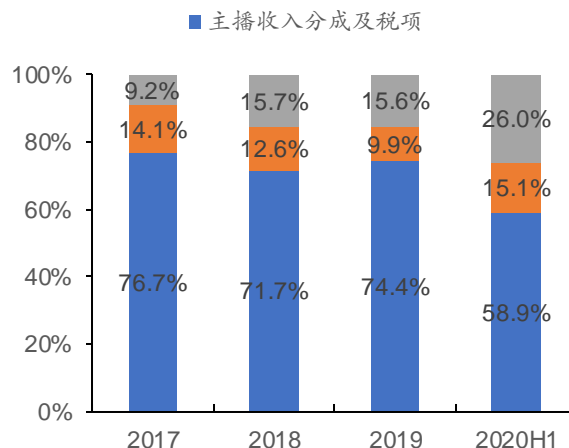
成本结构优化，平台话语权提升，主播分成比例下降。2017 年-2020H1，公司营业成本结构包括主播收入分成及税项、带宽费用及服务器托管成本等。其中主播收入分成及税项为主要成本支出，但其占收入比已从 2017 年的 52.7% 降至 2019 年的 46.4%、2020H1 的 38.7%。

图 25：2017 年-2020H1 主播收入分成及税项、占收入比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

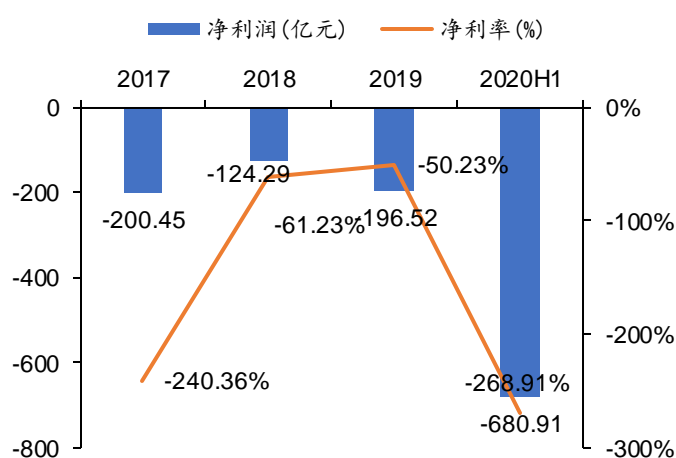
图 26：2017 年-2020H1 公司营业成本结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

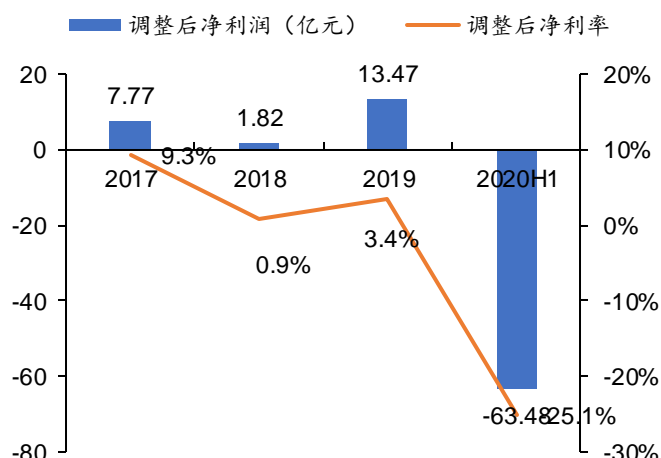
2017 年-2020H1，公司实现净利润-200.45 亿元、-124.29 亿元、-196.52 亿元、-680.91 亿元，净利润为负主要系公司可转换可赎回优先股公允价值变动亏损过大，剔除该影响后公司调整后净利润分别为 7.77 亿元、1.82 亿元、13.47 亿元、-63.48 亿元；2020H1 经调整净利润为负主要由于加大推广力度、导致销售费用过高。

图 27：2017 年-2020H1 公司净利润及净利率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

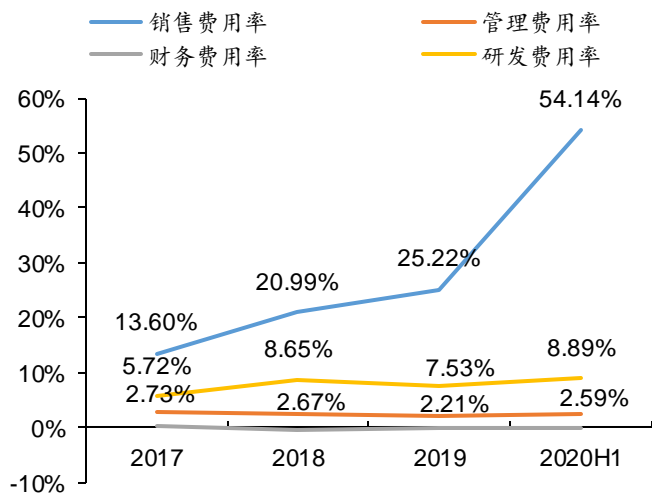
图 28：2017 年-2020H1 公司调整后净利润及净利率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

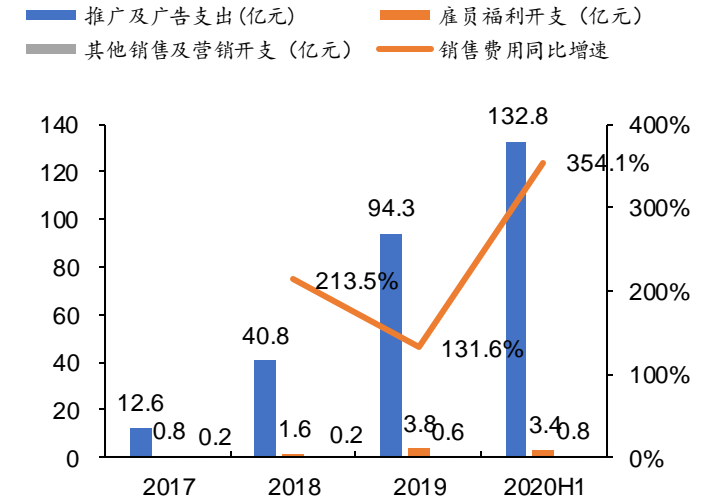
公司加大推广力度，品牌推广及预装费用增加带动销售费用率走高。2017 年-2020H1，公司合计期间费用率分别为 25.06%、32.06%、34.98%、65.62%；其中销售费用提升明显，由 2017 年的 94.3 亿元（销售费率 13.6%）增加至 2020H1 的 132.8 亿元（销售费率 54.14%），同比增长 354.1%；其他费用率维持较稳定水平。公司销售费用主要由推广及广告支出构成，2017 年-2020H 公司销售费率增长较快主要系 1) 手机预装及平台促销活动、品牌推广活动及新产品及服务的推广，导致营销、品牌推广及广告活动增加；2) 快手极速版及其他应用的营销开支以及品牌推广活动开支显著增加。

图 29：2017 年-2020H1 公司期间费用率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 30：2017 年-2020H1 公司销售费用拆分及同比增速

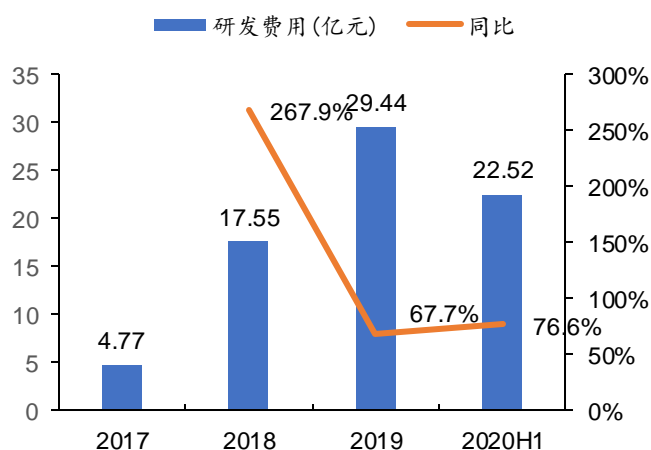


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

重视研发，研发保持高投入，扩充研发人员、优化研发平台。2017 年-2020H1，公司研发投入为 4.77 亿元、17.55 亿元、29.44 亿元、22.52 亿元。研发费用主要用于扩充研发队伍及重大研发项目：1) 公司已建成一支由高级工程师、计算机科学家及技术人员组成的，覆盖多个领域的专业团队。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有 5127 名研发人员，占比 31.3%，研发人员多数曾在知名技术公司工作，超过 2300 名研发人员拥有硕士或以上学位。2) 开展多个重大研发项目，并成功开发①个性化内容推荐系统，一直满足用户及在线营销业务合作伙伴不断变化的需求；②多个深度学习及强化学习算法；③可快速扩缩容的混合云计算平台；④增加特效等功能作为内容创作的工具；⑤人工智能媒体处理和直播源站系统；⑥先进的内容分析系统，以经济高效的方式审查平台上的内容在适用法律法规下的合规性。

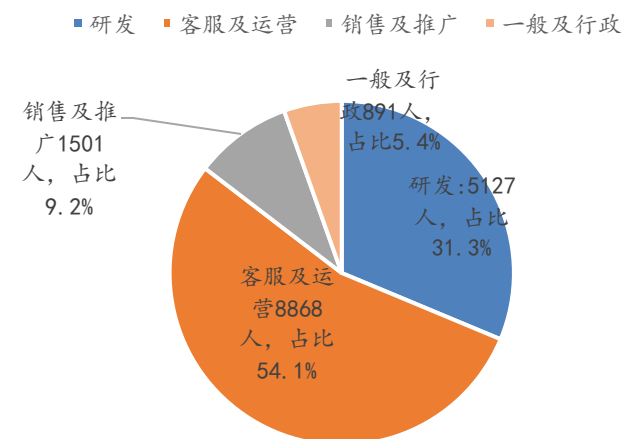
此外，快手在研发方面的布局还包括：1) 2016 年开设 YTech 人工智能研究中心，致力于计算机视觉和深度学习等前沿领域的研发；2) 完善快手应用上例如 AR、滤镜及其他技术驱动特效的特色及功能；3) 计划在内蒙古乌兰察布市投资建立超大规模互联网数据中心，以满足不断增长的海量用户群对大数据平台及人工智能技术日益增长的需求。

图 31：2017 年-2020H1 公司研发费用及同比增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 32：2020H1 公司按职能划分的雇员人数及占比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 解构短视频巨头，强社交基因塑造独特商业化生态

2.1. 快手以技术与数据连接用户、内容与服务

快手的生态系统由**用户**（创作者&观众、商家&消费者）、**内容**（短视频&直播）、**工具/服务**（平台内嵌服务&外围产品矩阵）三部分构成，由**底层技术/数据**（算法、AI 识别）支撑并连通这一生态系统，最终形成规模巨大的多边网络效应。

内容

短视频/直播内容天然能够使得用户基于共同的兴趣产生社交联系并进行交互，进而提升用户体验与社交互动，孕育出愈发繁荣的快手生态系统。秉承“真实、美好、多元、有益”价值观的内容进一步提高用户的参与度，为生态系统参与者创造价值，进而吸引更多的用户、广告商、商家和其他业务合作伙伴加入这一生态系统。

用户

平台参与者在生态系统扮演动态角色：1) 直播涉及主播与观众之间的多种互动；2) 电商涉及买家、电商商家、电商主播及物流供应商之间的互动；3) 广告涉及用户、内容创作者（或机构）、广告商及营销服务供应商之间的互动。生态系统内参与者之间的高度互动创造出需求与变现机会，催生出直播、线上营销服务、电商、游戏、知识付费等多样化的商业变现路径。快手生态系统参与者的互动关系依据紧密程度可划分为1) 强关系、2) 弱关系；由此衍生出强关系下的私域流量变现，如直播打赏、直播电商等；弱关系下的公域流量变现，主要为信息流广告等。

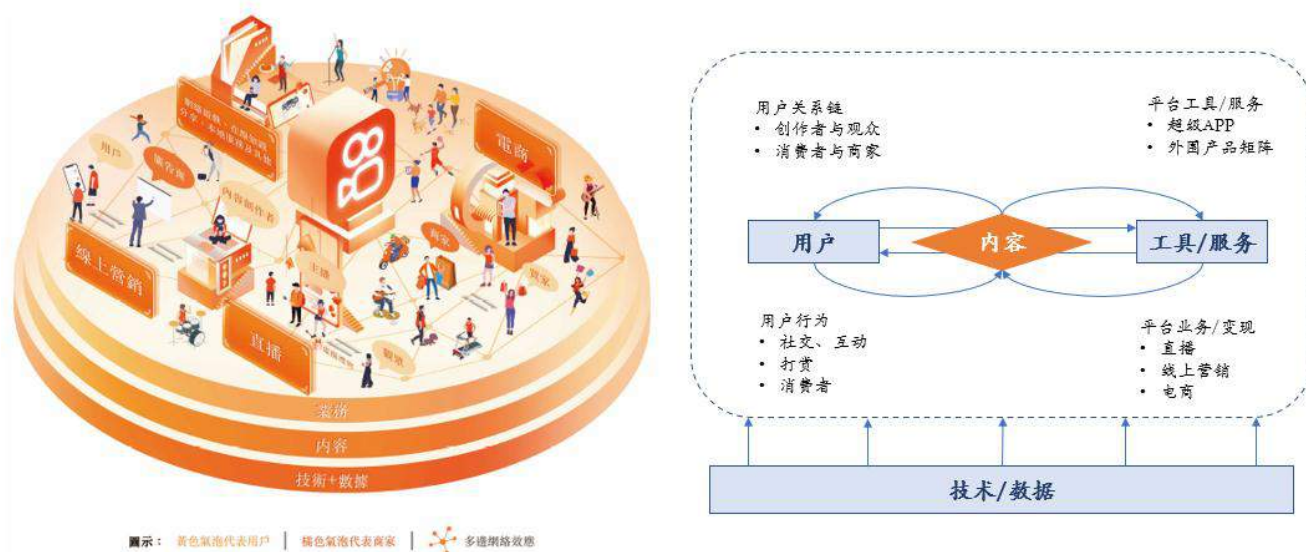
工具/服务

同时，快手提供多样化的工具/服务支撑业务以完成变现，主要包括1) 快手作为超级 APP 内嵌各类商业化服务、营销系统/平台；2) 搭建外围产品矩阵，多为工具类属性 APP、作为快手 APP 功能的延伸与补充，协助满足参与者的其他需求。

技术/数据

领先的技术和海量的数据支撑着快手的生态系统：1) 技术满足用户的兴趣和需求，覆盖内容生产、压缩、传输、分析、推荐、搜索等多方面。2) 随着用户生产、消费内容及社交互动积累有价值的数据以进一步帮助提高效率、研发新的功能以及提升用户体验。

图 33：快手生态体系



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 内容：真实、多元、美好、有益

2.2.1. 内容生产：UGC 为主，PGC 为辅

鼓励 UGC，营造“接地气”风格和高互动的短视频社区氛围。UGC 内容的繁荣有利于拉近用户与内容创作者之间的距离。2019 全年快手拥有超过 2.5 亿创作者，共计发布作品 200 亿，达到千亿级曝光。平台流行内容无论是早期的喊麦、吃播，还是如今民间手艺、生活技能，都始终保持着“接地气”的风格。根据快手大数据研究院统计，每年约有 2.3 亿小镇青年活跃在快手平台，每年小镇青年发布超过 28 亿短视频，播放量超 26000 亿。

快手“接地气”的内容以及“去中心化”的分发体系，进一步强化快手的强社交属性，人设高于内容，形成较高壁垒的内容社区。据快手大数据研究院统计，2019 年快手评论区的高频词是“朋友”和“快乐”，用户互动率（评论+私信量）/总播放数超过 5%，活跃用户 7 日留存率高达 82.9%。

PGC 内容为辅，主动拥抱 MCN 机构，丰富内容侧供给。2018 年 7 月，快手开始正式扶持 MCN 运营机构，成果显著：平台 1000 多家机构拥有 10000 个以上账号，作品发布量平均每周超过两万，周点击量超过 17 亿次。从粉丝数据上看，MCN 总粉丝量超过 18 亿，平均增长粉丝数为 1000 万左右。据快手日报报道，2019 年 7 月，快手首届光合创作者大会上，快手高级副总裁马宏彬宣布“光合计划”——未来一年，快手将拿出价值 100 亿元的流量，为 10 万个优质创作者的成长加速，同时快手将以更加主动和开放的政策、更加高效的平台服务设施，与更多内容专业机构进行深入合作，更好地服务创作者。**快手“光合计划”主要分为三个方面：**

- **快手将更加开放地与内容专业机构进行合作。**快手将与 MCN、媒体、自媒体和服务商等至少 2000 家机构达成合作，帮助优质创作者搭建“私域流量”基础，共同探索机构达人孵化和商业变现模式。
- **其次，快手将拿出百亿元流量扶持 10 万个优质生产者，**重点扶持美食、体育、时尚、游戏、音乐等 20 个垂类，通过冷启动流量包、热门加速包和优质作者加油包等方式提供扶持，全年新增 100 万以上粉丝账号超过 3000 个。
- **最后，快手将提升平台服务，用技术和数据为创作者发展保驾护航。**快手将打造“创作者平台”，开放对公结算、数据中心、多账号管理系统给创作者使用。

积极扶持游戏、教育、动漫等垂类方向。

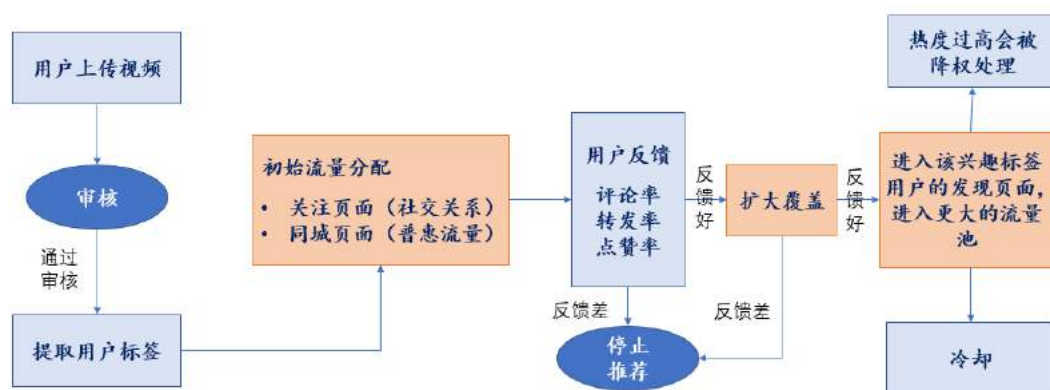
- **游戏方面，**2019 年 7 月，快手推出“百万游戏创作者扶持计划”，快手将上线游戏内容聚合页，优化内容的呈现方式，在“发现”和“同城”页每个月将给予游戏内容不低于百亿次的曝光量，2019 年新引入不少于 500 个头部游戏内容创作者。
- **教育方面，**2019 年 7 月，快手发布“教育生态合伙人计划”，将为参加的短视频知识生产者提供精细的运营辅导，总计高达百亿次曝光的精准流量资源，多维度大数据分析服务，以及电商、广告、知识付费等多种商业变现场景。
- **动漫方面，**2019 年 12 月快手举办“ACG 光合创作者大会”，推出“快手原创动漫”与“国漫扶持计划”两大项目。设立发展目标为拿出 30 亿流量扶持 1 万名二次元创作者，助力 1000 个新账号成长为优质创作者，最终出现 100 个 100 万粉丝级大号，打造 10 个有意思的优质国漫标杆等。

2.2.2. 内容分发：坚持普惠、公平原则，引入基尼系数调控

创作者在快手发布内容，经过审核之后，会被分配到一个初始流量池（一般是在首页的“关注”页面和“同城”页面），如果初始流量池的数据反馈好（快手看重达人和粉丝之间的互动，因此评论率是最重要指标，重要性高于点赞率、转发率），就会进入更大一级的流量池。以此类推，数据反馈好的内容会出现在首页的“发现”页面。当视频热度达到一定阈值后，推荐权重及曝光机会将不断降低。根据快手官方的报告，快手只有 30% 的流量是分配给头部热门内容，剩下的 70% 的流量分配给中长尾内容。

普惠、公平是快手社区最重要的特征，引入“基尼系数”维系流量分配的“贫富差距”。快手的算法量化指标视频热度高会获得一定曝光，但是热度上升到一定程度则会抑制其曝光。其中运用了基尼系数进行流量平衡，以避免过度集中于头部。为避免社区内生态形成流量两极分化过大的情况，快手在内容分发策略上引入“基尼系数”的概念进行调控，包括短视频播放量、评论点赞数，都有基尼系数的约束性考核。在快手平台，不同粉丝量级的用户生产的视频变火的概率是一样的，真正践行快手普惠、公平的底层价值观。不进行流量倾斜，避免流量集中于头部。

图 34：快手的内容分发算法机制



资料来源：快手大数据研究院，安信证券研究中心

快手相比微博、抖音等社区，明显呈现流量去中心化的特征。根据克劳锐统计数据，抖音、微博粉丝量在 10 万以上的账号中，头部账号（粉丝量在百万以上）的账号数量分别占比 21%、28%，而快手仅为 13%。同时，比较三大平台的 Top 40 达人粉丝数占社区的月活用户比例，快手的比例依然是最低的。

表 4：各平台 10W+ 粉丝账号数

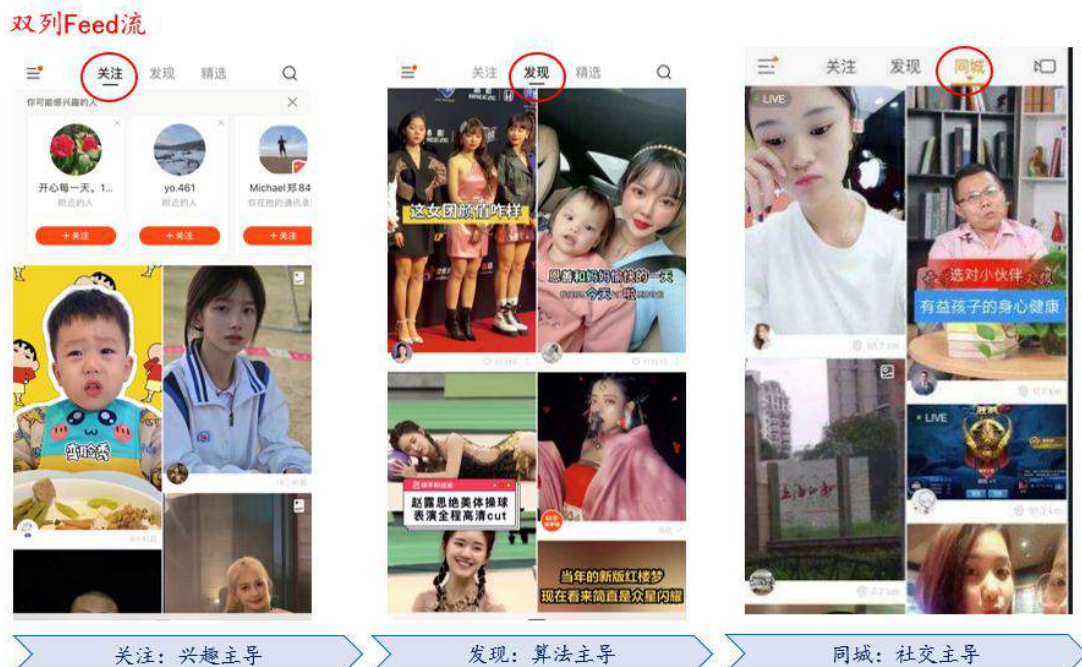
粉丝量级	抖音		快手		微博		小红书	
	帐号数(个)	占比	帐号数(个)	占比	帐号数(个)	占比	帐号数(个)	占比
亿级粉丝	0	0.0%	0	0.0%	6	0.0%	0	0.0%
千万级粉丝	315	0.8%	162	0.4%	1145	1.5%	3	0.1%
百万级粉丝	8158	19.8%	5599	12.9%	20826	26.8%	181	5.0%
十万级粉丝	32756	79.4%	37544	86.7%	55737	71.7%	3463	95.0%
粉丝 10w+ 帐号数	41229	100.0%	43305	100.0%	77708	100.0%	3647	100.0%

资料来源：克劳锐，安信证券研究中心

“关注”、“发现”、“同城”三列分栏代表三种分法模式：“关注”是以用户的个性化兴趣喜好为分发模式，同时收集用户兴趣帮助算法完善该用户的偏好画像；“发现”则是算法分发主导，曝光指标为点赞值，点赞作为比播放量更核心的用户行为可以衡量视频热度；“同城”

为用户的半熟人圈，以地理距离为指标，帮助用户扩展朋友圈层。“关注”用以完善用户偏好，“发现”用以完成内容算法分发，“同城”用以扩展用户社群，增加用户粘度，三种分发机制互相配合。此外，双列 Feeds 模式下，用户掌握主动选择内容的权利。对比完全由算法被动分发的模式，双列主动选择的模式可以帮助用户选择个性化偏好的内容。

图 35：快手“关注”、“发现”、“同城”三类分发模式



资料来源：快手 APP，安信证券研究中心

2.2.3. 内容运营：全方位布局泛娱乐内容，占领用户心智

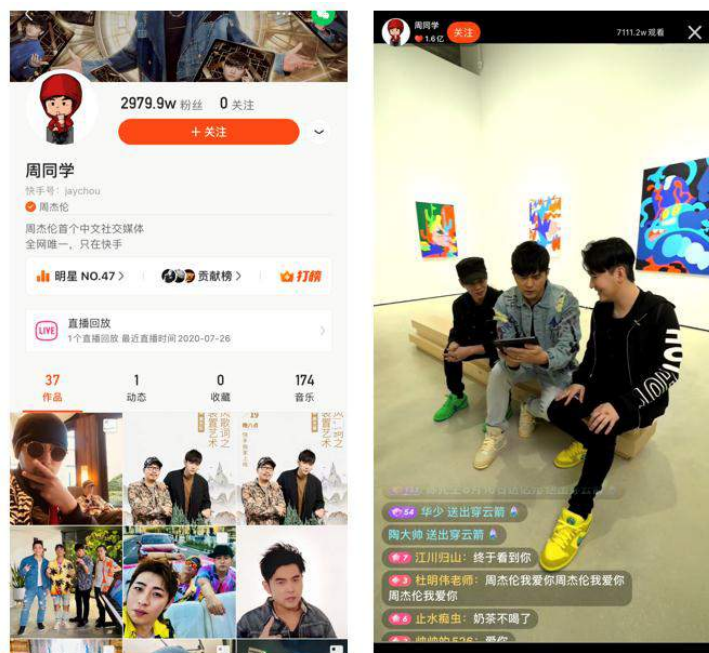
引入明星流量，覆盖圈层广泛，积极寻求破圈。2019 年上半年起，快手开始抖音化，在原有网生红人的社区中引入越来越多的明星入驻，品牌推广、广告活动的力度空前。明星本就是泛娱乐内容顶级 KOL，自带话题流量，成为快手泛娱乐内容布局的重要抓手。其中，快手合作明星的最经典案例是周杰伦的快手首秀，据快手统计，2020 年 7 月 26 日共计 6800 万人次观看周杰伦快手首秀直播，互动总量 3.8 亿。周杰伦作为快手代言人，在制造海量流量的同时，更为重要的是带来 174 条音乐作品的授权使用，其中最新单曲《Mojito》在快手平台上获得 6000 多万的播放、272 万的点赞和 6.5 万的评论。快手引入多个圈层的明星矩阵，最大程度利用明星效应扩散影响力、实现破圈：

周杰伦、孟美岐、吴宣仪、程潇以及时代少年团，分别是 80 后、90 后、00 后的偶像，也意味着代际鲜明的审美趣味和追星玩法。快手为偶像提供出圈新窗口，从周氏 RAP 到全能偶像学习唱跳到男团热血追梦，同时自身也在明星流量反哺下进一步走向全年龄层的大众市场。

黄渤、沈腾、张雨绮、陈坤则是演员的优秀代表。演员曾在电视、电影里塑造过经典形象，拥有极高的大众知名度，通过快手“新片场”释放创作激情，全方位散发个人魅力，同时也圈定大批年轻粉丝。

中国女排教练郎平代表中国体育精神与女性力量。除唱跳、影视外，体育亦是快手用户消费的重要品类。郎平官宣进驻快手的视频，点赞量高达 200 多万。

图 36：周杰伦快手账号&直播首秀



资料来源：快手 APP，安信证券研究中心

图 37：张雨绮（快手电商代言人）、沈腾（快手代言人）



资料来源：快手 APP，安信证券研究中心

全面布局影视、音乐、动漫等受众面相对广泛的泛娱乐内容。影视方面，快手在短剧版权采购上加大投入，首推分账政策，引入优质短剧内容。据 36 氪报道，2020 年快手计划打造 200+ 优质短剧，投入超百亿流量，同时与 1000+ 内容制作机构建立合作。因此，未来可能会有有一些新型的爆款短剧在快手上涌现。

音乐方面，快手曾联合 TME 旗下 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民 K 歌四大平台发布“音乐燎原计划”，整合资源，以帮助更多音乐人出圈。流行原创歌曲《少年》在快手上线，并在快手音乐人的共同助推下，成为全网爆款歌曲。2020 年快手联合 QQ 音乐进一步推出音乐扶持项目——“12 号唱片”年度唱作人大赛。

动漫方面，AcFun 总经理兼快手二次元垂类负责人文旻在 ACG 光合创作者大会上表示，快手将对泛 ACG 内容进行综合开发，打造第一泛 ACG 生态平台，并推出定向活动帮助泛二次元 IP 快速增长，包括与王一博这样当红的偶像 IP 互动、推出模仿 IP 人物的魔法表情、与二次元 IP 人物实现剧情互动、举行 IP 形象仿妆大赛等带有快手特色的二次元主题活动。

此外，快手二次元垂类与 A 站的打通融合也是未来的主要布局方向。硬核二次元网站 A 站、泛二次元网站快手，在用户与内容层面上均可实现互补。A 站丰富的二次元版权内容和优质的长视频 Up 主，可以成为快手二次元优质内容的来源；而快手庞大的潜在二次元受众，又可以通过优质二次元内容转换成 A 站用户。

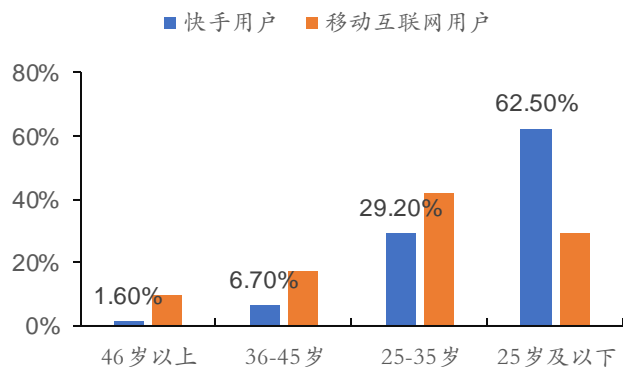
2.3. 用户：创作者&观众、消费者&商家的两类用户关系链

2.3.1. 用户特征：立足下沉用户基本盘向上突破

2018 年的快手用户画像：年轻化+下沉化的小镇青年。根据 TalkingData 统计，1) 年轻化：2018 年 9 月快手用户中 25 岁及以下用户占比 62.5%，显著高于移动互联网用户同一年龄

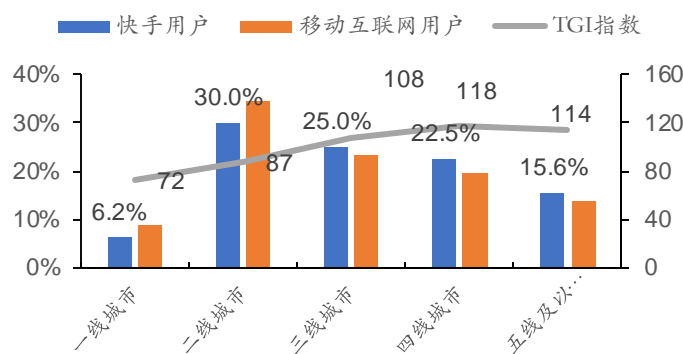
段的分布比例 (29.8%); 同时, 在超过 25 岁的各个年龄段中, 快手用户的占比均低于移动互联网用户。**2) 下沉化:** 快手用户在三线及以下城市的城际分布比例均高于移动互联网用户, 其中快手在三线、四线和五线及以下城市的用户分布比例分别高于整体移动互联网用户 1.7pct、3.5pct、1.9pct, 但在一、二线城市的用户分布比例则分别低于移动互联网用户 2.5pct、4.7pct。同时, 快手在三线、四线和五线及以下城市的 TGI 指数均大于 100, 分别为 108、118 和 114, 表明快手用户的下沉属性较强。

图 38: 2018 年快手用户与移动互联网用户年龄分布对比



资料来源: Talking data, 安信证券研究中心

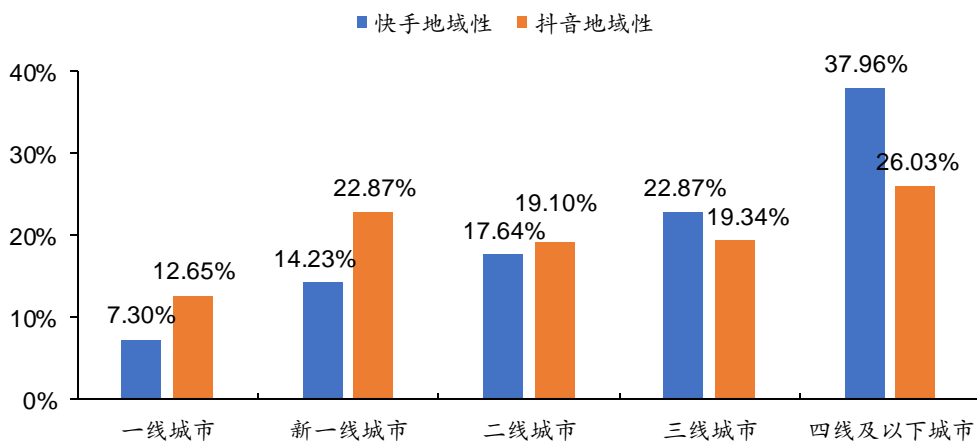
图 39: 2018 年快手用户与移动互联网用户地域分布对比及 TGI 指数



资料来源: Talking data, 安信证券研究中心

2020 年的快手用户画像: 尚未完全摆脱下沉用户的标签特征。快手正在积极地向一二线城市拓展用户, 但中长期来看, 下沉用户仍然是快手的基本盘、下沉市场的贡献依然占据主体。根据微播易数据, 2020 年 1 月, 快手三线及以下城市用户群体占比为 60.83%, 抖音为 45.37%。快手用户相比抖音仍有非常明显的下沉市场特征。

图 40: 2020 年快手、抖音用户地域分布



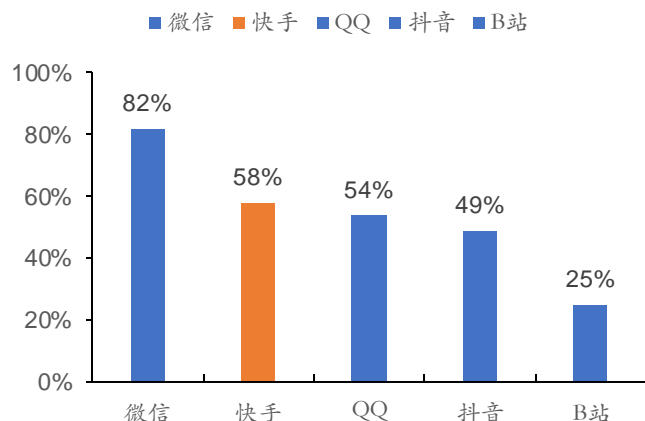
资料来源: 微博易, Fastdata, 安信证券研究中心

2.3.2. 创作者与观众: 半陌生人-半熟人社交关系

从快手用户的特征看快手短视频平台的社交基因。快手用户具有 1) 极高黏性, 快手应用的用户黏性位列全市场第二, 仅次于微信, 其中 DAU/MAU 达 58%(第一微信 82%, 第三 QQ 54%), 7 日活跃留存率 92%(第一微信 96%, 第三 QQ 87%), 略高于抖音(DAU/MAU 49%

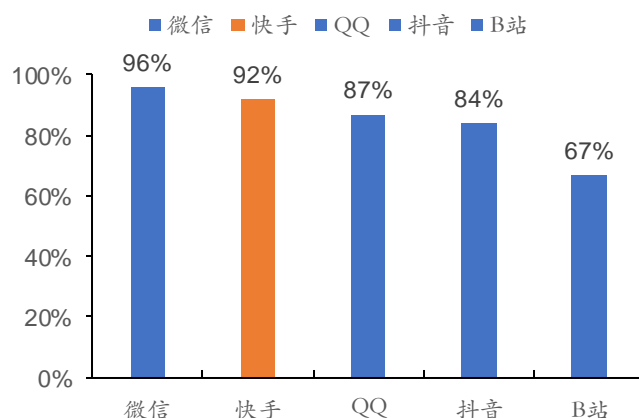
和 7 日活跃留存率 84%)，显著高于 B 站(DAU/MAU 25%%和 7 日活跃留存率 67%); 2) 内容创作活跃度高，内容创作者占比快手平均月活用户的比例达到约 26%，快手应用上每月平均短视频上传量达 11 亿条+，并于快手应用上开展近十亿场直播活动，贡献 1.5 万亿次点赞、1220 亿条评论及 60 亿次转发量; 3) 用户高度互动并建立深刻联系，截至 2020 年 6 月 30 日，快手已沉淀近 80 亿对互关用户关系。用户互动率 (评论+私信量) /总播放数超过 5%。

图 41：用户黏性对比：微信>快手>QQ>抖音>B 站



资料来源：阿尔法工场研究院，安信证券研究中心

图 42：7 日活跃留存率对比：微信>快手>QQ>抖音>B 站



资料来源：阿尔法工场研究院，安信证券研究中心

大量中小创作者的短视频只是简单记录日常生活的 UGC 内容，远达不到电视台节目那样的专业和精致程度，主要是以相似性吸引和创作者具有相同生活背景、文化习俗、娱乐方式的观众。因此，快手的“同城”页面是建立相似性的最佳方式，其本质是基于地理位置的短视频社交。自 2012 年上线，“同城”一直是快手重要的流量入口。自 2018 年起，快手逐渐转型成为半熟人半陌生人共存的社区，平台里已经沉淀大量的社交关系，如母校、家乡、同行等半熟人圈子，校友、老乡、同行带有天然的亲切感；同时，快手上会有很多基于职业、地域的社群。对于普通用户来说大部分互动都来自于同行或者同乡，半熟人半陌生人社交关系初现。

2.3.3. 商家与消费者：有温度的人设与信任关系

快手电商的商业价值区别于其他平台，源于快手平台上“人+内容”的社交力量，通过“短视频+直播”的融合模式，真实社交成就快手独有的老铁信任护城河，构建快手电商“万物可货”的信任基石。

快手平台上的用户与主播之间的深厚情感联系能充分拓宽变现渠道，有力推动“内容带货”。秒针系统所做的快手用户定量研究显示，97%的受访用户在看过提及产品的短视频后产生过购买兴趣，58%的受访用户在产生购买兴趣后会选择购买；92%的受访用户满意快手直播推荐的产品，84%的受访用户表示未来愿意接受主播推荐的产品。

图 43：快手电商使用习惯



资料来源：秒针系统，安信证券研究中心

2.4. 算法与技术打造去中心化社区，进而塑造快手独特商业化生态

在底层普惠、公平的价值观的驱动下，快手通过算法与技术一步步打造去中心化的普惠社区。快手的算法主要通过流量分配普惠、露出热度普惠和社群网络结构普惠三方面保证社区的公平普惠。

第一、快手通过算法，在流量分配上施行普惠。快手运用了经济学的一些理论如基尼系数以及边际效用进行流量的均衡和分配，避免生产者之间的贫富差距过大以及进行相应的平衡性流量分配。同时，快手抑制极端明星导向，对于网红达人没有特殊的扶持政策，头部流量仅占总流量的 30% 左右。

第二、快手通过算法，在露出热度上施行普惠。热度权重能够起到“择新去旧”的作用，视频热度达到一定阈值后会降低曝光机会，给更多新人露出的机会。用户界面优先展示一天内的新鲜视频。

第三、快手通过算法，在社群网络结构上施行普惠。新的作品通过同城或关注进行小范围曝光，测试用户接受度，达到某个阈值后打上标签，并进行更高一级覆盖，直到进入发现页，进行全网分发。

除此之外，快手强大的社交基因还表现在用户互动行为上。在快手社区内，用户的互动形式包括“互粉”、“双击”点赞、话题讨论、说说互动、“共创”、粉丝群聊天和打赏等。其中，互相关注和点赞是圈层互动的基本形式，多用于表达用户间的认同；而讨论、共创、粉丝群和打赏互动等，因互动投入的程度更深也更值得关注。快手用户围绕着圈层内的热点话题展开讨论和问答，共同创作短视频以及连麦 PK，并通过打赏来表达互相的欣赏和交流感情。这些紧密的互动行为是快手鲜明的社交特征，用户间形成了牢固深厚的情感联结，他们对整个圈层的认同感不断提升，并将圈层视为长久的情感寄托。这种情感寄托突出表现为圈层延伸至真实生活。

图 44：快手 APP 内丰富多样的互动功能



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

快手的内在的社交基因，是快手构建独特商业生态体系的关键所在。快手完成用户与内容的积累和发展，形成高粘性的私域流量与亿级的公域流量，而快手的商业化也围绕着这两类流量所进行：私域流量的强势带动的社交性，使得快手直播和电商业务蓬勃发展，亿级公域流量为快手信息流广告变现奠定了坚实的基础。

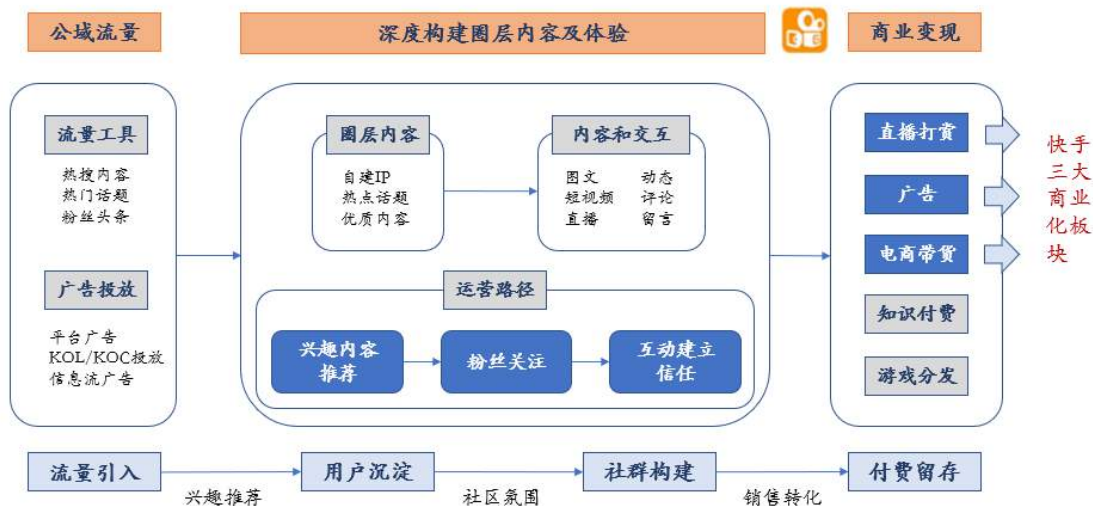
3. 巨头的变现版图中，直播打赏稳固、广告高成长、电商最具潜力

自 2017 年试水信息流广告开启商业化进程至今，快手逐步引入电商和直播，目前已形成广告、电商与直播业务三大商业化板块。**1) 直播：**直播业务产品则包括快手的娱乐直播和快手游戏直播，其中游戏直播包括移动端与 PC 端游戏直播，快手通过对主播收到的礼物和打赏进行抽成；**2) 广告：**快手广告主要包括快手广告管理平台（公域流量广告变现）和快接单（私域流量广告变现），广告主（可以是平台内的电商主）通过在平台上投放广告引导用户完成各种目标（让用户看到广告、让用户跳转到 APP 下载页、让用户跳转至快手小店购买商品等）；**3) 电商：**以快手小店为主体，用户通过观看直播或短视频并点击链接跳转至快手小店进行商品的购买下单，快手小店对商品交易额抽取一定比例（平均 5%）的佣金来完成商业化变现。此外，快手也在布局游戏、知识付费等业务，探索多元化的商业化变现路径。

从现阶段商业成果来看，直播打赏仍然是快手最重要的支柱收入来源。2020 年上半年直播打赏收入、广告收入、直播电商收入比例大致为 6:3:1。直播打赏之外，广告最符合互联网流量变现逻辑，快手全面升级广告营销平台，增加单列模式提高加载率与转化率，实现广告收入的快速增长。同时，快手强私域流量下延伸出的直播电商业态有效缩短商品交易链路、达到较好曝光效果，交易规模增长迅猛。

结合快手平台特点（强私域流量叠加尚未充分开发的公域流量，平台具有高度的互动性、社交性、信任感）展望直播、广告、电商三项业务未来发展：直播打赏会是长期稳固的基本盘，广告营销业务有望保持高增长态势，直播电商天花板高、商业形态受到认可，有望成为长期驱动力量。从打赏到广告到电商，快手正在一步步走向更广阔的市场。

图 45：快手的商业化变现版图



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

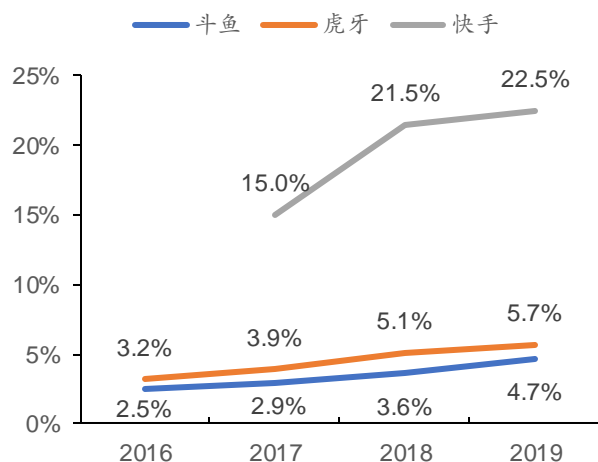
3.1. 直播：秀场直播打赏规模第一，游戏直播发展势头迅猛

快手直播服务的大部分收入来自观众给主播的虚拟礼物打赏。据公司招股书援引的艾瑞咨询统计数据，按照公司直播服务营收/中国直播打赏市场规模计算，快手的直播占比市场份额的

四分之一左右，从 2017 年的 15.03% 提高到 2019 年的 22.46%。同时，快手直播的活跃用户数同样保持着较快增速，2019 年虎牙、斗鱼平均月活用户在 1.4-1.6 亿左右，而快手的游戏直播月活用户已经突破 2.2 亿，日活用户突破 1 亿。

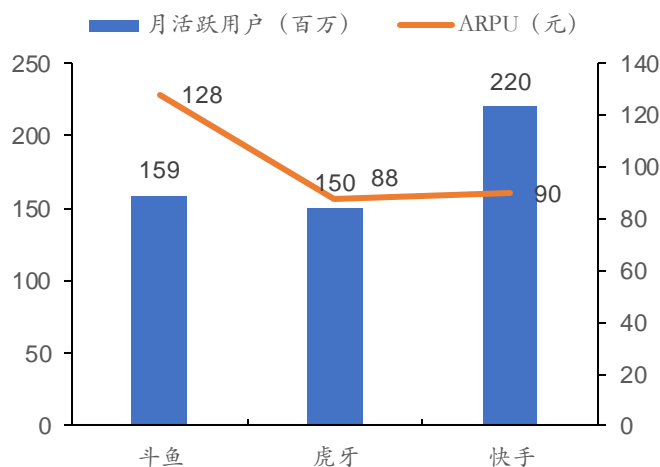
快手直播打赏分成按照两类方式结算，分成比例占五成左右：1) 快手直播打赏分成：主播收到礼物后，扣除 20% 税后，主播与平台五五分账；2) 快手直播公会体系分成模式：主播自提+公会服务费+公会与主播自行协商比例。在和工会主播五五分成的基础上基于公会流水返点激励，公会最高可获得 10% 返点；同时，重点鼓励公会签约、运营粉丝数量处于 1-50 万之间的中腰部主播。

图 46：2016-2019 年主要直播平台打赏市占率对比



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

图 47：2019 年主要直播平台月活跃用户数（百万）及 ARPU 值（元）对比



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

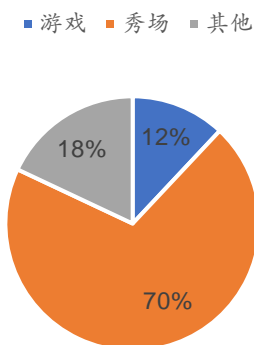
秀场直播：快手直播主战地，领先地位稳固

快手直播以秀场直播为主，游戏直播为辅。从整个直播行业来看，秀场直播在直播领域仍然占据最大市场规模，头部主播占比高于游戏头部直播。秀场直播的竞争主要是围绕头部主播的争夺，快手秀场直播凭借生态吸引力在头部主播规模建立优势。

快手直播打赏整体生态对头腰部主播均更具吸引力。据小葫芦数据统计，2020 年 3 月，快手 Top20 主播打赏收入占 Top10000 打赏收入的 33.1%，Top50 占比为 45.3%，Top500 占比为 69.9%，占比均高于斗鱼、虎牙，说明快手的直播打赏收入相对集中于头腰部主播。同时，快手 Top7000 主播平均收入水平平均高于斗鱼、虎牙同梯度主播，且整体打赏收入的平均值、中位数均为最高，说明快手直播打赏生态对尾部主播同样更为友好。

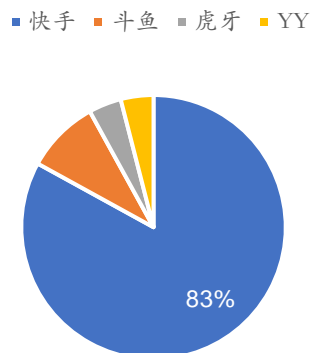
秀场直播的竞争主要集中在对头部主播的争夺，八成头部主播聚集在快手。根据小葫芦数据统计，从快手平台角度看，快手 Top200 主播中，秀场主播占比为 70%，游戏主播占比为 18%；从全平台角度看，据小葫芦数据统计，2020 年 2 月 17 日至 2020 年 2 月 23 日小葫芦指数 1000 分以上的秀场直播，总样本数为 123 人，其中快手头部主播占比高达 83%，高于斗鱼、虎牙和 YY 的和，排名前五的主播均是快手主播。

图 48：快手 Top200 主播分类占比



资料来源：小葫芦数据，安信证券研究中心

图 49：小葫芦指数 1000 分以上秀场主播占比



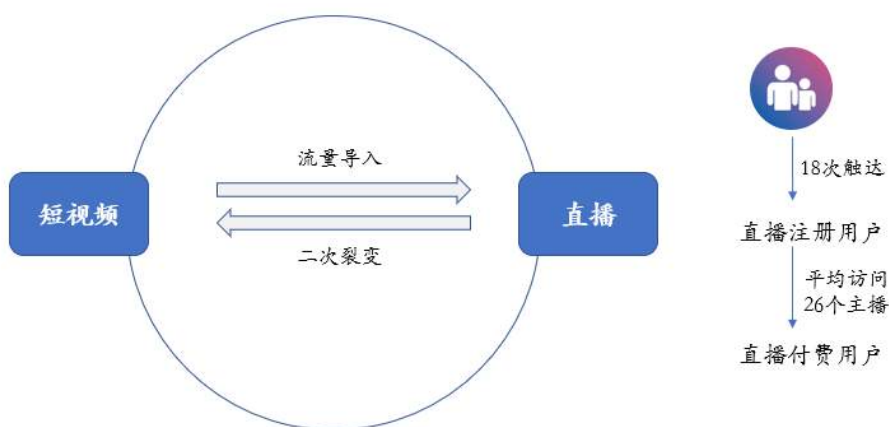
资料来源：小葫芦数据，安信证券研究中心

注：小葫芦指数是衡量网络红人和主播的线上指标，由收入指数（礼物）及人气指数（弹幕）配以一定权重比例计算得到。

直播打赏收入提升主要依赖付费用户数的增加，快手短视频持续导流、转化用户。快手用户通过发布短视频积累的私域流量持续转换为直播流量的基本盘，创作者通过直播与用户的互动可以进一步加强与粉丝的关系，直播成为主播深度运营私域流量的一种方式。

直播耗时较长，吸引转化直播用户难度较大，短视频有助于提升转化能力。根据阿里大文娱统计，用户需要 18 次触达才能转化为直播注册用户，平均一个用户访问 26 个主播产生一个付费转化，而观看 26 个主播的过程需要消耗近 50 分钟。但是短视频平台积累的巨大流量具有天然强大的用户触达能力，可以花费更低的成本将未被教育过的用户挖掘出来。同时，直播是创作者与粉丝实时互动的最佳媒介，主播在直播时与粉丝的互动会加强主播与粉丝的联系，进一步加强两者之间的信任关系。此外，创作者发布短视频形成的私域流量可以在创作者直播前就积累一定的人气，且在非直播时间段，发布的短视频仍可不断被用户浏览，持续为主播导流。

图 50：快手平台短视频-直播流量闭环



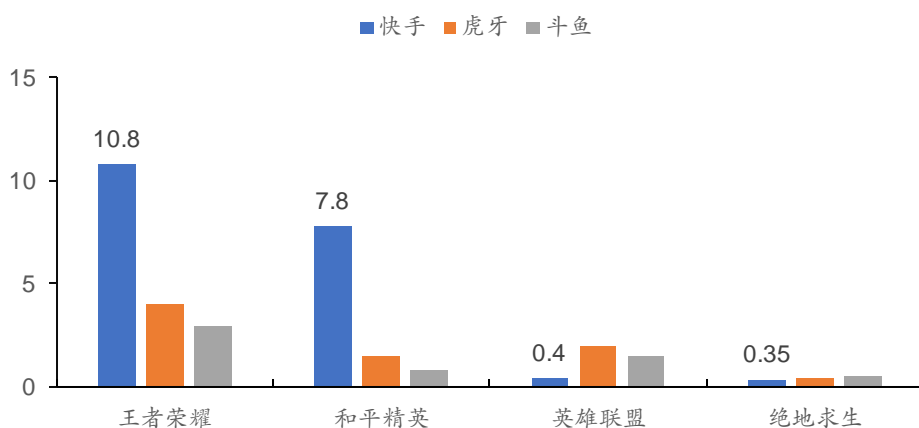
资料来源：快手 APP，安信证券研究中心

游戏直播：引入头部电竞赛事版权与主播，发展势头迅猛

根据快手大数据研究院发布的《2019 年快手直播生态报告》，快手游戏直播上线一年时间内日活用户数已突破 5100 万人，占比快手直播日活用户的比例超过 50%。2020 年上半年，快手游戏短视频日活跃用户超过 9000 万，王者荣耀“五五开黑节”直播总观看人次超过 2000 万。

快手游戏移动端直播优势突出，头部游戏品类活跃主播人数一骑绝尘。快手在全网用户基数最大的四款游戏《王者荣耀》、《和平精英》、《英雄联盟》与《绝地求生》中活跃主播总人数达 19.35 万人，远超虎牙与斗鱼之和。其中快手活跃主播人数在移动端两款游戏《王者荣耀》、《和平精英》占有绝对优势，在 PC 端两款游戏《英雄联盟》、《绝地求生》活跃主播数量低于虎牙、斗鱼，分别为 0.4 万和 0.35 万。

图 51：2020 年 2 月不同游戏直播平台各板块活跃主播人数（万）



资料来源：小葫芦数据，安信证券研究中心

外部引入与内部流量倾斜并举，着力培育头部游戏内容创作者。2020 年 7 月，第三大游戏直播平台触手直播停服后，快手迅速与原平台的 11 名游戏主播签约入驻，其中包括《王者荣耀》主播旧梦、蓝烟、忆寒和《和平精英》主播独一、花花等人。同时，快手在内部加大对于游戏品类流量的倾斜，在 2019 光合创作者大会上推出“百万游戏创作者扶持计划”，强化对中腰部游戏内容创作者的专业化管理和扶持；宣布预计投入价值超 10 亿元的流量，引入超 500 个头部游戏内容创作者。此外，快手将上线游戏内容聚合页，优化内容的呈现方式，在“发现”和“同城”页每个月将给予游戏内容不低于百亿次的曝光量。

内外齐发力建设主播队伍后，快手平台头部游戏主播如牧童、王小歪等不断涌现。截至 2020 年 10 月，快手平台粉丝量级超过千万的游戏主播已达 12 人。快手在游戏内容创作者的培养上已经沉淀一套独特打法，如《和平精英》主播“牧童”创造 3 个月涨粉 2000 万壮举，与快手倾注大量流量资源密不可分，同时快手还帮助牧童创立一支名为“童家堡”的战队参与《和平精英》PEL 联赛 S2 赛季。以《和平精英》品类为例，根据头榜的数据显示，人气榜单全网 Top7 的主播中，有 5 位来自快手，分别是牧童、校长、王小歪、少羽、小畅。

图 52:《和平精英》全网人气主播 Top10

名次	主播	① 头像权重	关注订阅(增长)	① 粉丝数(涨幅)	日均人气/热度	① 日均贵宾观众	① 日均活跃观众
1	牧童♥和平精英... 快手 和平精英	9	3616.90万 (21.90万)	0 (0)	9.98万	0	8.64万
2	DK-不求人 快手 和平精英	9	1134.50万 (7.84万)	12.38万 (-5432)	443.13万	1.36万	8.08万
3	向日葵♥和平精英... 快手 和平精英	8	1093.60万 (40.30万)	0 (0)	5.68万	0	5.92万
4	橘色哟 快手 和平精英	8	318.16万 (6.38万)	2.58万 (-157)	285.02万	6629	4.75万
5	王小歪♥和平精英... 快手 和平精英	8	1615.90万 (24.70万)	0 (0)	6.87万	0	3.98万
6	小韩♥和平精英... 快手 和平精英	8	1002.70万 (34.40万)	0 (0)	5.71万	0	3.28万
7	向日葵♥和平精英... 快手 和平精英	8	500.70万 (13.50万)	0 (0)	5.0万	0	3.17万

资料来源: 头榜, 安信证券研究中心

主播端之外, 完善游戏内容体系搭建, 一方面加快电竞生态体系建设, 另一方面引入直播公会 MCN 等内容创作机构。

电竞生态体系建设方面, 2019 年, 凭借对《英雄联盟》全球总决赛的全程直播, 快手平台上用户在线观看人数突破 2500 万, S9 期间总直播观看人数达 7200 万, 快手游戏直播 DAU 成功突破 4000 万。2020 年《王者荣耀》电竞战略发布会上, 快手成为腾讯游戏全新版权平台的合作伙伴, 取得《王者荣耀》职业赛事直播版权。此外, 快手凭借自身在《和平精英》上的垂类用户积累, 切入 PEL 和平精英联赛转播业务, 并邀请大批 PEL 职业选手入驻平台, 成为《和平精英》品类最大的直播、电竞人才输送基地。截至目前, 快手已累计拥有 KPL、LPL、PEL、LDL、KGL、PCL 等多项顶级电竞赛事版权。

表 5: 快手旗下重点电竞赛事转播版权

游戏名称			
游戏类型	MOBA	FPS	FPS
授权方	LPL	CFPL、CFML	PEL
游戏名称			
游戏类型	MOBA	FPS	FPS
授权方	KPL	PCL、PGC	网易 NexT

资料来源: 快手 APP, 安信证券研究中心

直播公会等内容创作机构引入方面, 2019 年 12 月, 快手开放直播公会系统, 允许具有优秀营收能力、良好运营能力、优质主播资源的正规公司入驻。公会运营主要采用“邀约制度”, 即发现优质主播后, 公会主动联系主播, 在达成协议后通过“创作者服务中心”

向主播发送加入公会的私信链接。在这种制度下，公会在平台内部的存在较为隐蔽，主播是否加入公会是非公开的，平台亦不会向主播主动推荐公会。引入最初，直播公会系统 1.0 版公会激励措施：平台在和公会主播五五分成的基础上，根据流水的不同的给予 2%、4% 和 7% 三档流水返点，最高可获 10% 返点。2020 年 7 月初，快手推出 2.0 版游戏公会政策：取消入驻流水门槛，返点月流水门槛由原 20 万降至 5 万，主播和公会综合分成比例提升至 62%，在一线游戏内容平台中最高。公会体系是游戏直播极其重要的一环，公会体系能够让各种角色获得较好的系统认知，就会有利于各种角色在里面去做相应的商业消费。发力公会端的建设，某种意义上是快手直播开始进入下一个阶段的直接信号，意味着在经过探索及积累后，快手的流量、品类、内容创作者及用户规模等已经到达需要和公会展开密切合作的阶段。

表 6：快手最新 2.0 版游戏公会激励政策

公会评级	流水要求	有效主播 (任务 1)	流水返点 1 (总流水)	新增活跃主播 (除王者、 和平外) (任务 2)	流水返点 2 (总流水)
S	≥100 万	80	8%	25	4%
A	≥50 万	50	6%	15	3%
B	≥20 万	20	5%	10	2%
C	≥5 万	10		5	2%

资料来源：快手平台，安信证券研究中心

注：若某公会流水 100 万以上，且完成任务 1、2，则在平台五五分成的基础上，公会与主播最多可以分成 $50\%+8\%+4\%=62\%$ 。

3.2. 广告：“内容+社交”核心驱动，探索单列模式提升转化效率

快手自 2017 年起发布信息流广告公测后，发展在线营销服务。2018 年 8 月发布首版广告管理平台，10 月推出商业化产品快手营销平台。2019 年 10 月，快手正式开放快手广告平台、快手商业开放平台，将快手营销平台升级为快手磁力引擎。2020 年 9 月，快手磁力引擎双产品升级（快接单升级为“磁力聚星”，直播推广、产品推广升级为“快手粉条”）；11 月，快手磁力引擎发布全新品牌升级计划，对平台理念和营销业务进行双重优化，提出“让品牌更有吸引力”的全新主张。快手商业化营销平台自发布后，已经历多轮更新升级：快手营销平台---快手磁力引擎--双产品升级---全新品牌升级。

快手磁力引擎的产品生态体系包含两大板块，一是“快手社交广告”，另一个则是“快手社交与内容生态”。基于快手磁力引擎营销平台，一方面，数据的打通让平台的技术赋能更易实现，对用户的画像勾勒也将更为精准；另一方面，资源的进一步整合，也可以让营销站在全链路的视角，通过全生命周期额覆盖实现更大的效能；再者，广告主通过磁力引擎这一平台就能实现对广告资源的更高效合理的调配，在精准性及投放效率上更好地满足广告主的需求。

快手社交广告：包括聚焦公域流量挖掘的开屏广告、信息流广告、直播&作品推广（快手粉条）等，以及聚焦于用户激发的话题标签页、魔法表情等在短视频变现中已较为成熟的产品。

社交与内容生态：包括以粉丝与品牌资产沉淀为主要方向的商家号与内容创作平台，连接广告主和快手创作者的“超级快接单”（已升级为“磁力聚星”）以及创作者激励计划。

图 53：快手磁力引擎产品体系



资料来源：快手磁力引擎，安信证券研究中心

快手磁力引擎营销平台主要从以下三个层面实现商业连接：**1) 客户与用户的连接。**基于公域流量的快手广告，磁力引擎通过精准匹配，让客户与用户高效连接，以信息流广告、话题标签页/挑战赛、付费推广服务等丰富的产品形式实现有效沟通与转化；**2) 创作者与用户的连接。**围绕达人的私域流量变现，为客户提供高效、独特的快手创作者私域流量，借助超级快接单、创作者激励计划等产品，以内容+商业结合的方式触达用户；**3) 创作者与客户的连接。**为商户服务的快手商家号，为商户提供成长和变现的重要基础设施，帮助商户沉淀私域流量，通过内容创作平台提供一站式、全流程优质素材解决方案，帮助广告主更好对接平台认证优质供应商。围绕三个层面，快手磁力引擎连接客户、创作者、用户，构建商业磁场。

快手的“磁力引擎”，其目标是让所有的商业伙伴在快手生态中共生共赢。“磁力引擎”以人、内容、流量和创意为核心，依托 AI 驱动全链路、全智能营销投放，多维度、全方位洞察老铁兴趣与所需，释放快手商业能力。在“老铁经济”的引力下，与品牌产生强共生关系，从而实现最佳的转化和生态循环。

快手“磁力引擎”的**外圈**是针对信息流广告（TO B）和作品/直播推广的（TO C）的“流量效率”，在人与内容载体的社交关系中诞生巨大流量，依托快手独有的 AI+DA 数据分析系统保证流量的高效使用。

内圈是人与内容在真实、信任、有温度的“老铁经济”引力下，产生强共生关系，从而实现最佳转化变现和生态正循环的“留量沉淀”。

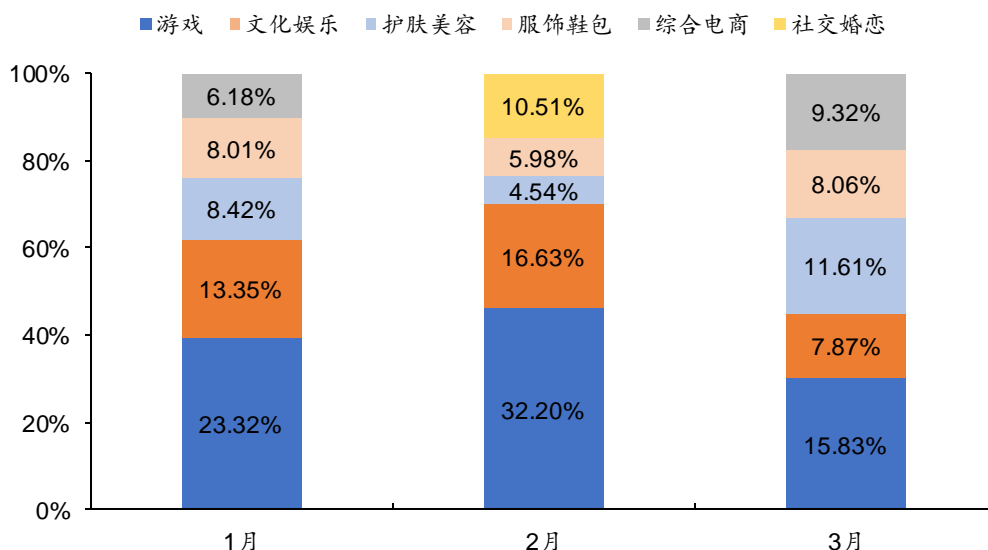
图 54：快手磁力引擎链接人、内容、创意、流量



资料来源：《快手磁力引擎》

磁力引擎助力推进营销商业化，广告投放集中在游戏、文化娱乐、护肤美容、服饰鞋包、综合电商五类重点行业。据快手《2019 磁力引擎年度报告》，快手磁力引擎助推营销商业化进程，2019 全年商业流量提升 600%。2019 年快手的商家单条收益达 1.1 万，达到 2018 年同期的 10 倍，为商户带来利润占总利润比例平均为 39%。从广告主细分品类来看，2020Q1 游戏、文化娱乐、护肤美容、综合电商、服饰鞋包分别占快手广告投放细分品类 Top5，其中游戏、美妆等行业的广告转化率普遍较高，随着品牌广告主向品效合一营销形式转变，为快手未来广告收入的增长空间提供坚实保证。

图 55：2020Q1 快手重点行业投放广告分布



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

磁力引擎陆续迎来双产品升级、全新品牌升级。2020 年 9 月，快手磁力引擎商业化产品矩阵的快接单和快手粉条进行全新升级，1) 快手快接单平台全面升级为磁力聚星，确定全新的平台定位为快手达人生态营销平台，链接内容与生意。升级后的磁力聚星一方面重塑平台

体验，为客户提供全周期服务，提升达人与品牌主的连接效率；另一方面打通公、私域流量，基于全域分发优质内容，并通过多元营销玩法助力品牌玩转快手营销链路。2) 快手直播推广、产品推广升级为快手粉条，凭借原生触达、流量助推、粉丝沉淀、精准推广的核心优势，快手粉条成为助推品牌获取圈层流量的核心解决方案。2020年11月，快手磁力引擎发布全新品牌升级计划，对平台理念和营销业务进行双重优化。此次升级，快手磁力引擎提出“让品牌更有吸引力”的全新主张，在此基础上，快手磁力引擎将依托公域吸引力和私域吸附力打造营销闭环、平等赋能每一个品牌，在共生的生态下，帮助品牌和商家找到客户，创造独特的商业价值。

双产品升级：1) 磁力聚星首先优化品牌和达人对接的整条链路，通过快手内部算法和机器学习能力，对达人排序列表全面性优化，让品牌可以在第一时间从列表中发现最为契合的人选。其次在内容上，磁力聚星打通公域流量，原来只在快手私域内分发的作品，在升级后将进入公域，即作品新增在快手 App 的发现页展示；实现公域流量打通后，品牌主可以更好地依托快手公域流量进行相应的营销推广，有效打破圈层传播壁垒，快手的公域流量蓝海也得到全面的开发和利用。2) 依托快手肥沃的内容生态土壤，快手粉条自带的巨型流量矩阵和活跃的圈层氛围，更有利于品牌实现社交资产沉淀。在快手粉条的催化下，一方面品牌在圈层内获得巨量曝光，进一步积攒营销势能，同时也能帮助创作者更好地实现内容放大，辅助品牌私域流量建设。

全新品牌升级：伴随此次升级，快手磁力引擎继续坚持平等的技术赋能，使得无论是大品牌还是小生意，都能在快手磁力引擎共生共赢的商业生态中快速增强并释放自身的吸引力。同时，快手拟以真诚可靠的合作理念搭建品牌，依托平台的多种玩法和流量闭环，强化产品商业“磁力”，与品牌方实现内容共创和商业共赢。

图 56：快手磁力引擎升级后的品牌理念



资料来源：快手磁力引擎，安信证券研究中心

快手与抖音广告收入存在较大差距，原因之一系双列分发相比单列分发效率、展示效果差。对比抖音与快手广告显示效果，我们发现快手双列模式的广告转化效果显著弱于抖音单列模式，体现在：1) 双列模式下进入广告页面的路径更长。双列模式下，用户被引导至用户界面需要完成两次点击行为，一是点击封面页，二是点击效果广告内链接。单列模式下，广告会随着用户的观看自动滑出。2) 双列模式的展示过于繁杂，增加用户的选择成本。双列模式分发的内容较多，庞杂的内容一方面给用户选择带来困难，另一方面不能完全切中用户体验，让用户难以形成对平台的沉浸度和认可度。整体来看，单列模式的核心是“快”，体现在内容分发的极致高效，通过用户听觉、视觉共同实现对信息的获取；双列模式的核心是“深”，体现在内容展现、用户评论互动更加丰富、活跃。

图 57：快手信息流广告 VS 抖音信息流广告



快手信息流广告

抖音信息流广告

资料来源：快手 APP，抖音 APP，安信证券研究中心

从计费方式角度看，双列模式主要采用 CPC（点击计费），一个 CPC 用户最终完成计费需要经过“点击封面图——点击效果广告内链接”，封面图对用户的吸引力影响非常大，一定程度降低转化效率。单列模式主要采用 CPM（千次展示计费），一个 CPM 用户会直接触达视频，分发效率和转化率更高。此外，静态的封面图相比动态的视频流收费也会较低，进一步限制快手广告业务收入。

表 7：双列模式在分发效率及展示效果方面不及单列模式

	双列模式	单列模式
广告位	广告位位于发现栏第 4-6 个	广告位位于瀑布流下滑第 4-6 个
用户触达	静态展示图	动态视频流
计费方式	CPC（单次点击计费）	CPM（千次展示计费）
导入路径	点击封面图——点击效果广告链接	直接滑动展示动态视频流

资料来源：安信证券研究中心

从快手“大屏”模式、“快手极速版”到全新 8.0 版本快手，公域流量占比提升、分发效率提升。目前，快手的公域信息流广告受限主要系双列形式下由封面图点击进入广告视频的转化损失。因此快手尝试从根本解决分发效率和分发效果的问题，三次试水单列模式：1) 2019 年 6 月，快手在主 APP 接入“大屏模式”，用户选择切换大屏模式后，可以通过单列瀑布流形式浏览发现列内容；2) 2019 年 8 月上线“快手极速版”，全面采用抖音的单列分发模式；3) 2020 年 9 月的正式发布快手 V8.0 版本，在快手主 APP 上线单列的“精选”模式并替代原有的“同城”栏，位处顶部三大分列中。

图 58：快手在单列模式的三次尝试



资料来源：快手APP，快手极速版APP，安信证券研究中心

3.3. 电商：电商“第四极”初露锋芒，围绕人、货、场加码升级

“短视频+直播”融合电商增长迅猛，快手已成全球第二大直播电商平台。快手电商常被解读为电商 4.0 版本——即跨越文字、图文、广播电视三种传播形态的互动式实时传播。“短视频+直播”的形态在一定程度上承担着传统销售场景中“货架+导购”的角色，一个手机加设备支架，基本上就可以满足所有行业的销售需求。快手涉足直播电商拥有四大维度优势，其中信任为快手电商能够成功的基石：一是多元市场，快手在一、二线城市用户占比扩大，多元市场容纳丰富需求；二是粉丝经济，“社区属性+信任关联”，形成快手平台极高的购买转化率；三是流量优势，快手以“私域流量+公域流量”模式，有效赋能商家涨粉卖货；四是沉浸直播，快手所提供的沉浸式直播体验，以紧张互动氛围不断激发销售。

图 59：快手直播电商以信任为基石、具备四大维度优势



资料来源：快手大数据研究院，安信证券研究中心

依托平台优势，据快手大数据研究院统计，截至 2020 年上半年，快手电商的日活已突破 1 亿+，单场直播破亿元最短时长仅用了 10 分钟，单场直播最高支付金额达到 12.5 亿+元。2018 年 8 月正式上线后，快手直播电商 GMV 从 2018 年不到 1 亿元提升至 2019 年近 600 亿元；2020 年以来快手直播电商 GMV 继续爆发式增长，2020 年上半年快手电商业务 GMV 突破 1000 亿元，据公司招股说明书援引的艾瑞咨询统计数据，快手已成为全球范围内以商品交易总额计算、仅次于淘宝直播的第二大的直播电商平台，仅次于淘宝天猫、京东、拼多多的电商“第四极”。

扩张期货币化率较低，未来成长潜力巨大。相对于其他各大平台较为成熟的货币转化率，快手的电商之路尚在布局阶段，发放大量佣金、补贴，因此虽然其按照商品价格的 5%收取佣金，但是其实际货币化率远低于 5%，即使将其他收入类全部假设为来自电商业务，其 2019 年、2020 年上半年快手电商业务货币化率（其他业务收入/商品成交总额）仅为 0.44%、0.74%，与阿里巴巴、京东等综合电商平台对比存在一定提升空间。

表 8：2018-2020 年各大电商平台佣金（亿元）及货币化率

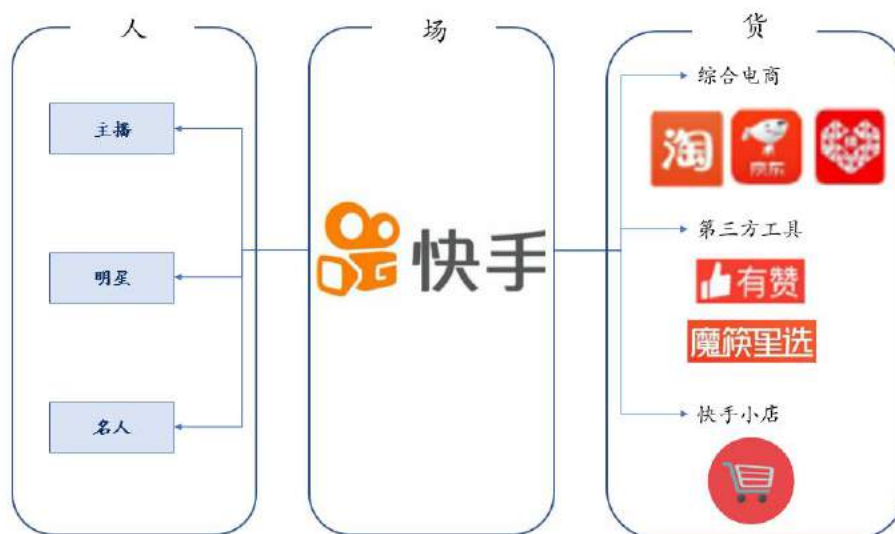
项目	电商平台	2018	2019	2020H1
佣金	阿里巴巴	34.1	46.5	61.8
	京东	30.5	45.9	66.2
	拼多多	0.5	1.6	3.3
	快手		0.3	0.8
项目	电商平台	2018	2019	2020
佣金率	阿里巴巴	2.18%	2.18%	2.37%
	京东	2.36%	2.74%	3.17%
	拼多多	0.38%	0.34%	0.33%
	快手		0.44%	0.74%

资料来源：阿里巴巴，京东，拼多多，安信证券研究中心

从 PC 端到移动端，从图文搜索时代进入视频内容时代，直播与电商相互融合、创造出新的万亿变现市场。在短视频+直播引导电商成交的路径之下，最大的魅力在于主播与消费者之间悄然建立起的强链接和信任关系，即主播借助个人 IP 和网络影响力，将其在社交平台积累的普通粉丝转化为有购买力的产品消费者，将粉丝与自身建立起来的信任转化为对产品和品牌的认同，从而实现最终变现。直播电商场景下，人、货、场依然是核心商业要素，只不过“人”从导购升级为人格化的主播，“货”从标准工业品升级到个性化产品，“场”从商超、卖场升级到直播间等多样化场景。

2020 年，快手电商围绕人、货、场不断加码升级，推出一系列政策、持续投入资源扶持中小商家、优化平台生态、提升平台竞争壁垒。在“人”端，持续引入明星、名人，扶持中腰部主播等力求瓦解头部快手家族的流量割据；在“货”端，持续强化供应链能力，一手抓源头好物，覆盖更多品牌直供、工厂直供、农场直供、达人直供等源头商品，一手抓品牌好货，快手小店合作京东商城引入品牌商品库，同时建立一整套质控及治理体系保证品质及售后；在“场”端，快手电商从生态侧、营销侧、产品侧三大维度赋能升级，全力扶持中小卖家、降低电商化门槛、提升转化及成交效果，同时试图打造销售及交易闭环，强化快手小店内链付费模式，通过收购易联间接持有支付牌照。

图 60：快手直播电商“人、货、场”商业变现示意图



资料来源：快手官网，快手APP，安信证券研究中心

3.3.1. 人：头部家族流量割据，新兴主播势力正在崛起

头部主播“家族式”打法，直播带货能力极强、形成流量割据。相较于淘宝、抖音等直播平台，“家族”是存在于快手的独特生态；尽管快手努力弱化家族概念，但快手家族红人依旧在昵称、主页等展示家族名称及代号。目前活跃在快手的主要有六大家族，包括“辛巴家族”，“二驴家族”、“散打家族”、“张二嫂家族”、“方丈家族”、“牌牌琦家族”，家族模式往往由一名超头部主播与多位头部、腰部主播组成。以“辛巴家族”为例，辛巴本人为家族核心，有血缘关系的家人包括辛巴父亲（辛库）、辛巴妻子（初瑞雪）为次核心，再往外一圈则是头部主播收的徒弟、签约艺人主播等，辛巴与其家族成员累计粉丝量超过 2 亿。“家族式”打法成功的背后是对“老铁文化”的熟悉和对快手电商直播玩法的深耕，以家族为单位的利益集团内，各主播互相引流，形成协同增长效应，并在不同品类搭配有选品优势的主播专人专用，从而推动销量几何式增长。

图 61：快手六大家族

辛巴家族



粉丝总量
2.1亿

主播	粉丝数 (万)
辛巴	4761
爱美食的猫妹妹	3150
初瑞雪	2617
陈小硕	1829
蛋蛋小盆友	1340
韩佩泉 (改名韩美娟)	1263

二驴家族



粉丝总量
1.23亿

主播	粉丝数 (万)
二驴的	4065
驴嫂平美LV	2192
爽儿户外舞蹈第一人	1154
LV阿宇送黄金	1038
驴家小胖子	854
桐桐是谁叮LV	735

散打家族



粉丝总量
1.28亿

主播	粉丝数 (万)
散打哥	5066
小沈龙	1960
户外发	1054
我是真真姐	1039
辰轩	660
南龙	547

方丈家族



粉丝总量
8474万

主播	粉丝数 (万)
FZ方丈	3013
王小国	1492
李舒克	800
郭天龙	637
小杜凤儿	515
小根哥	223

张二嫂



粉丝总量
9071万

主播	粉丝数 (万)
张二嫂	3157
胡闹	915
贺仔	630
吴老二	598
杨妹儿	356
思文儿人还行	298

牌牌琦家族

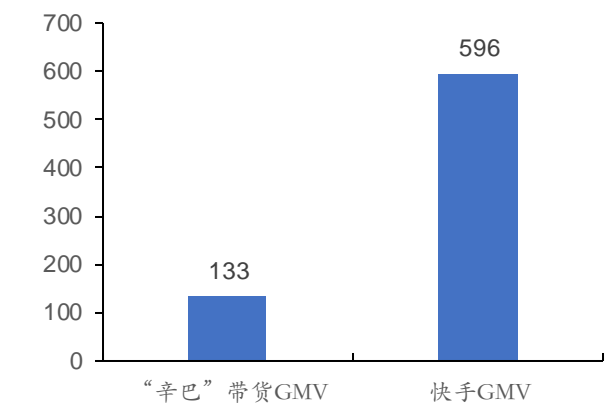


粉丝总量
6452万

主播	粉丝数 (万)
牌牌琦	0
小伊伊	3634
兮妹儿	738
金牌志虎	550
晓亮	380
雅儿	342

资料来源：红漏斗，CBNdata，安信证券研究中心

图 63: 2019 年辛巴带货 GMV VS 快手电商总 GMV (亿)



资料来源：《2020 快手电商生态报告》，亿邦动力，安信证券研究中心

快手积极扶持其他头部势力，意图瓦解快手直播电商的头部家族垄断。据快手平台官方数据（各主播主页直接显示粉丝数量），截至 2020 年 1 月，快手六大家族粉丝总量加起来已经超过 8 亿；与此同时，据快手大数据研究院统计，快手日活在 2020 年初达到 3 亿；快手头部家族的粉丝覆盖力过于庞大，给平台带来经营及监管风险。早在 2018 年 7 月，快手就推出 MCN 合作计划，以便更好地规范红人管理和创作。除了规范创作和商业化，2019 年 12 月，快手鼓励公会签约粉丝数量在 1-50 万的中腰部主播。2020 年中，快手开始大范围扶持商家号，并针对“服务商”与“商家”推出“破晓计划”、发布多项现金补贴政策。此外，快手引进明星、主持人等“外部力量”，包括与郑爽、华少、周杰伦等明星签约合作，邀请格力董事长董明珠、携程董事局主席梁建章、网易 CEO 丁磊等知名企业入驻直播间等。

明星/企业家直播带货能力存疑，依赖快手家族配合带货。 主播直播带货讲求专业与效率，在有限的时间上架商品，介绍商品特点、性能，最终以优惠价格销售，主播的收益与坑位费、销售量挂钩。主播是厂商、消费者之间的联系，长时间开播获取两端长久的信任。而明星直播带货大部分是副业兼职，明星效应增加品牌曝光，粉丝经济促进销量。但是明星未必会对销售情况、产品使用情况负责。这就让不少明星带货出现“翻车”的情况，被诟病不熟悉产品、态度敷衍等问题，明星沦为主播身边增加曝光的“工具人”。继明星之后，来到快手直播带货的企业家包括格力董明珠、携程梁建章、网易丁磊等总裁级别人物。其中丁磊的直播由华少主导，辛巴徒弟蛋蛋小盆友带货。董明珠的直播由山东广播电视台主持人李鑫主持，二驴夫妻带货。知名企业家们创造惊人带货战绩的背后，同样需要头部家族红人的配合与支持。

表 9：明星/企业家直播需要头部红人配合带货

直播时间	企业家/明星	合作红人及所属家族
6月16日	张雨绮、华少	辛巴（辛巴家族）、二驴（驴家班）、
6月12日	李云迪、华少、平安	赵梦澈（辛巴家族）
6月11日	丁磊（网易 CEO）	蛋蛋小朋友（辛巴家族）
6月6日	华少	初瑞雪（辛巴家族）
5月17日	白鸦（有赞创始人）	二驴夫妇（驴家班）
5月10日	董明珠（格力董事长）	二驴夫妇（驴家班）
4月29日	陈刚（去哪儿网 CEO）	小沈龙（散打家族）、猫妹妹（散打家族）
4月15日	梁建章（携程董事局主席）	散打哥（散打家族）
3月21日	张继科	二驴夫妇（驴家班）
3月7日	宁静、李诞	张二嫂（嫂家军）
2月29日	李诞、王建国	二驴夫妇（驴家班）

资料来源：快手平台，安信证券研究中心

扶持中小主播渐有声色，新兴崛起主播背景多元。据卡思数据统计，2020 年“双十一”期间累计销售额破亿的快手直播间（辛巴家族直播间除外）出现多位新兴崛起的非六大家族成员。上榜的非六大快手家族成员主播中，按照背景不同可以划分为三类：1）公司化规范运营的主播：以“瑜大公子”和“李宣卓”为代表。“瑜大公子”和“李宣卓”均来自于快手头部 MCN 机构遥望网络，可享受遥望包括供应链、团队、运营、推广在内的全方位支持。2）拥有原产地供应链优势、直播专业性强的主播：以“玉匠人”、“超级丹”、“徐小米”为代表。“玉匠人”在上榜主播中粉丝量最低、不到 300 万，但其凭借产业带、原产地、靠谱货等优势，收割诸多鲸鱼买家（指客单价极高的买家）；“超级丹”、“徐小米”粉丝量不到 1000 万，但依托快手首个服饰产业带基地临沂，收割购买力、复购力极强的众多粉丝。3）拥有自主产品线或自主品牌的主播：以“陈先生”、“贺冬冬”为代表。“陈先生”、“贺冬冬”分别自有品牌柏肤源、梦泉，带货时具备较强主导权与话语权，对产品与品牌的理解较其他主播更加深刻。

表 10：2020 年双十一期间销售额破亿直播间（除辛巴家族外）

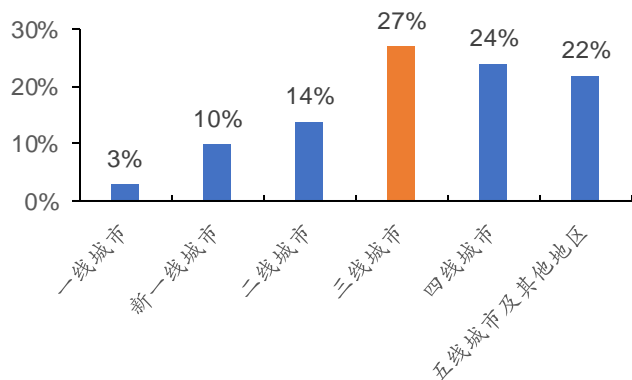
序号	主播名称	粉丝量	累计销售额（亿）	卖货/带货品类
1	瑜大公子	1335.1w	6.39	美妆护肤
2	二驴的	4397.4w	4.24	综合
3	玉匠人	279.3w	3.49	珠宝玉石
4	华少	473.1w	3.22	综合
5	玩家	1335.7w	2.84	珠宝玉石
6	半姐	842.3w	2.50	服饰鞋靴
7	陈先生	171.2w	2.44	美妆护肤
8	石家庄蕊姐	975.4w	1.88	服饰鞋靴
9	徐小米	683w	1.74	服饰鞋靴
10	阿浩	1717w	1.63	食品饮料（酒水）
11	娃娃	2154w	1.58	服饰鞋靴
12	贺冬冬	903.4w	1.50	美妆护肤
13	小沈龙	2510.8w	1.36	食品饮料（酒水）
14	辰辰搭配	974.5w	1.29	服饰鞋靴
15	李宣卓	583.7w	1.22	食品饮料
16	张二嫂	3384.7w	1.21	综合
17	大璇	932.8w	1.20	服饰鞋靴
18	散打哥	5193.1w	1.12	综合
19	超级丹	889.6w	1.05	服饰鞋靴

资料来源：卡思数据，安信证券研究中心

3.3.2. 货：加速组建供应链体系，由源头好货向品质好物进发

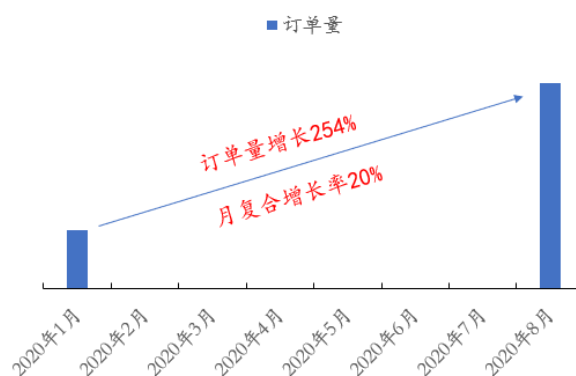
以极致性价比打动下沉用户，三线及以下城市订单增长贡献占比超七成。强调关注普通生活的快手平台生长出具有一定下沉调性的快手电商，因此极致性价比一直是快手直播电商迅速发展的重要法门，以满足低线城市用户占比较大的快手用户的需求。另一方面，在一二线城市商业布局趋于饱和、流量增长见顶的形势下，下沉市场成为电商掘金的新战场。三线及以下城市的快手“老铁”同样拥有可观的消费能力，2020年1月-8月，快手电商订单量增长254%，月复合增长率达20%，其中三四五线城市的快手用户的订单增长贡献率超七成。

图 64：2020 年 1 月-8 月快手电商订单增长贡献率分布



资料来源：快手大数据研究院，安信证券研究中心

图 65：2020 年 1 月-8 月快手电商订单量增幅



资料来源：快手大数据研究院，安信证券研究中心

对比抖音与快手直播电商，快手直播带货显现出明显的下沉特征。从两大平台直播带货商品的类目来看，相较抖音而言，快手在电商直播上的总销售额有较大幅度的领先。面朝研究院报告《2020 年直播电商数据报告-抖音 VS 快手》显示，2019 年 12 月-2020 年 5 月，美食饮品作为抖音和快手销售额最高的品类，在整体销售额上相差近 250 亿元。但是，从单个商品的均价上看，快手在各类商品上均要低于抖音，其中单个商品均价差值最高的品类是厨卫家电，差值为 116 元；而日用百货和美食饮品的差值较小，差值均在 10 元以内。比较两大平台销售额 Top10 类目的单个商品加权平均价格，快手为 51.61 元，抖音为 79.75 元。

图 66：抖音直播带货商品总销售额 TOP10 类目（2019 年 12 月-2020 年 5 月）

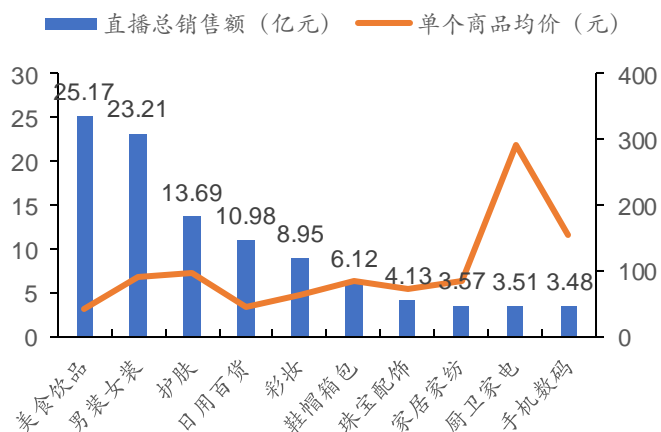
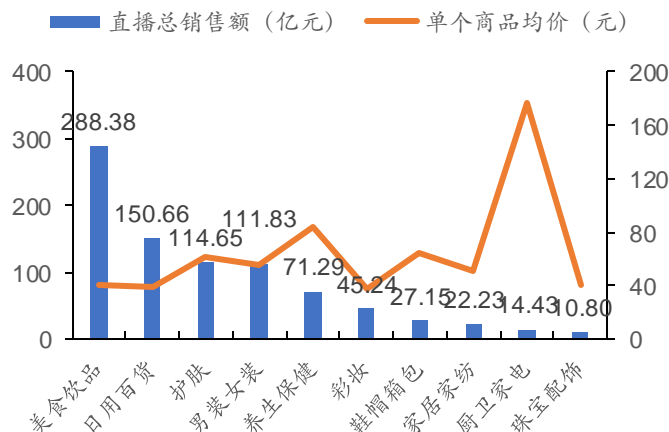


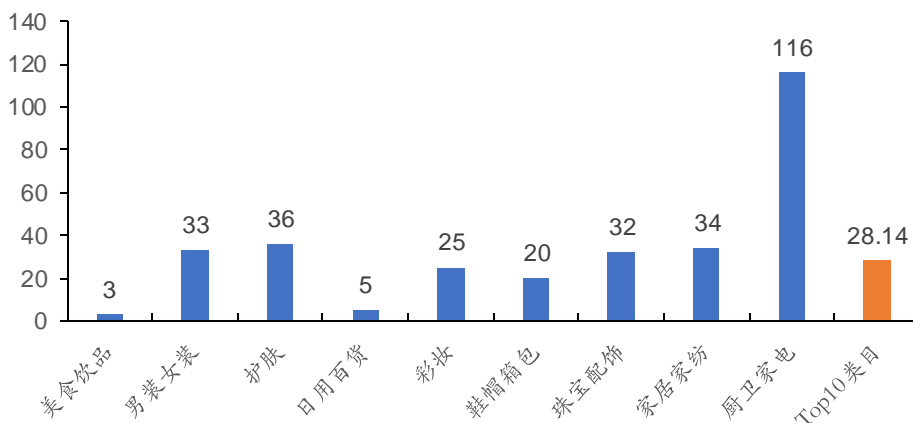
图 67：快手直播带货商品总销售额 TOP10 类目（2019 年 12 月-2020 年 5 月）



资料来源：飞瓜数据，面朝研究院，安信证券研究中心

资料来源：飞瓜数据，面朝研究院，安信证券研究中心

图 68：抖音、快手各品类均价差额（抖音-快手）



资料来源：飞瓜数据，面朝研究院，安信证券研究中心

“源头好货”构成快手供应链的基本盘，原生态内容-产业带供应链-货源。源头好货跑出“没有中间商赚差价”的模式，受到商家和消费者两端欢迎，在快手“116 购物狂欢节”上大放异彩，把原来在主流电商平台难以生存的源头厂商纳入生态。“源头好物”与快手平台偏下沉的调性、用户崇尚高性价比的消费习惯、长尾部主播占比大的特征高度契合，构成快手供应链的基本盘。

原生态内容：快手进入电商领域前，平台内容生态就已经涵盖玉石、服装生产销售，水果蔬菜生产、销售、零售商等等人群的工作生活、工厂生产情景、职工工作生活等短视频、直播内容。这些都是快手的原生态内容，而电商直播是在原生态内容的基础上加上电商的形式，以更直观的方式呈现给用户，让用户在关注原生态内容的同时放心地购买原产地的源头好货。

产业带供应链：“产业带”直播电商核心部分涉及 1) 品类选择及质量把控，快手电商要求“源头好货”一定是要有很多产业带主播在售卖的产品，一方面必须是产业集群性质的业态，此为“源头”，另一方面快手同时要求产业带一定要有与官方合作的机构进行专业运营管理，产品质量要得到机构认可，此为“好货”；**2) 产业链资源的丰富，**产业链资源高度丰富，带来规模效应、降低平均成本；以及 **3) 第三方服务，**涉及直播平台引流、认证及快递服务、产品设计及研发服务等第三方服务。

货源：快手进驻货源地，保障货源同时自建供应链。快手电商已在玉石和服装两大产业带与数家基地签约达成合作，其中已签约服装产业带包括：浙江杭州、河南郑州、辽宁佟二堡、江苏常熟、河北沧州；已签约玉石产业带包括：云南瑞丽、广东四会、广东揭阳、广东可塘、河南镇平、辽宁岫岩、湖北十堰等地。快手通过对货源地实地考察，考量当地货品品质、商家以及整体行业规模，通过第三方完成招商、厂家对接，然后与当地机构、政府监管部门多方合作整合当地供应链，给予建议、流量扶持和定期商家培训，同时通过一些管理手段协商参与当地市场管理。

图 69：快手珠宝玉石产业带



资料来源：快手大数据研究院，安信证券研究中心

“品质好物”构成品牌战略重要一环，战略合作京东扩展电商边界。在快手电商不断发展的过程中，除了接地气的“源头好货”，品牌化也逐步成为快手电商商业边界扩张的新出路。品牌是对产品质量的最好背书，在一定程度上可以大大提升消费者体验。同时，快手电商仍在不断对快手社区生态进行反哺，而大量品牌商品对于吸引高线人群具有重要作用。

一方面，据 36 氪报道，2020 年 5 月，快手与京东宣布达成战略合作，借助其供应链优势扩展电商边界。快手以轻资产为主，供应链建设尚不完善，因此其选择积极与传统电商平台合作。战略合作签约发布会上，快手与京东宣布将在零售供应链、品牌营销和数据能力共建等方面深入合作，共同打造短视频直播电商新生态。根据战略合作协议，京东零售将通过供应链合作的方式把京东零售优势品类提供给快手平台，双方共建优质商品池，由快手主播选品销售；而快手用户可在快手小店直接购买京东自营商品，无需再次跳转，并能享受京东物流配送和售后等服务。

图 70：快手 X 京东 达成战略合作

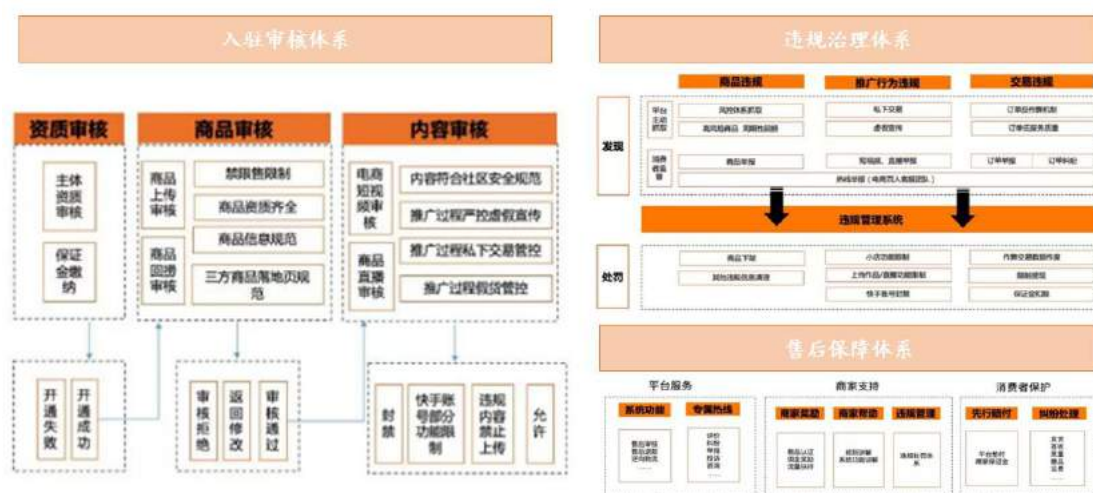


资料来源：快手平台，安信证券研究中心

另一方面，快手“三板斧”保障品质和售后。第一板斧是入驻审核体系，从主体资质审

核、商品质量审核、内容审核三方面入手，保证用户不会在平台看到涉黄、涉黑、涉爆等违规及不适内容。第二板斧是违规治理体系，由违规发现的两道防线和多手段的处罚措施构成。一方面，快手利用平台自身技术优势来主动抓取商品违规、推广行为违规、以及交易违规行为，以及人工客服+举报的模式来建立两道违规发现防线。另一方面，采用包括下架、功能限制乃至于快手账号封号、保证金扣除等严厉的处罚措施。第三板斧是售后保障体系，包括平台服务、商家支持和消费者保护三大板块。其中，平台服务负责常规的售后审核、退款等；商家支持则包括商家奖励、商检帮助以及违规处理，同时对商家销售进行一定的辅助；消费者保护一类是平台介入、先行赔付，另一类则是纠纷处理、包括从发货、签收到售后等全流程的纠纷处理。

图 71：快手电商“三板斧”：入驻审核-违规治理-售后保障



资料来源：快手平台，安信证券研究中心

3.3.3. 场：生态、营销、产品三维度赋能，加快构建电商交易闭环

“场”即场景，快手作为平台，一头连接消费者，一头连接商家，起到至关重要的中介与桥梁作用，快手电商相关配套服务的完善与否、效率高低，直接决定从厂商端到用户端的商品变现效率。2020年9月22日，快手电商于“新榜直播电商大会”宣布快手电商在生态侧、营销侧、产品侧的三大维度赋能升级：

生态侧，快手电商正式推出 1) 服务商“合伙人计划”、2) 新商家“双百扶持计划”、3) 中小商家“凡星计划”，重点发力服务商及新商家培养。快手电商正在定义自己的服务商，将服务商划分为培训、MCN、产业带、供应链四大角色。其中，培训服务商主要负责培训拉新、课程开发；产业带和 MCN 服务商主要负责直播基地、主播孵化；供应链服务商主要负责分销拉新和货品供应。快手电商也针对服务商设立一套包含准入准出、评分、挂牌、升降级的管理体系。

营销侧，快手电商公布 1) “116 购物狂欢节”玩法，并推出 2) 百亿补贴以及一元购等多项常态化营销活动以占领用户心智。快手“116 购物狂欢节”声势浩大，是快手电商的年度战略级项目。快手联合江苏卫视推出“快手之夜”大型台网联动晚会，晚会汇集超过 30 组的当红明星和多位快手站内头部达人，大小屏联动，实现亿级曝光。同时推出集卡分一亿以及红包雨供 C 端用户瓜分亿元福利。

产品侧，快手电商正式推出 1) “快手好物联盟”，并将联动 2) 流量投放工具“小店通”

共同实现对商家的产品赋能。好物联盟的目的是降低达人的电商化门槛，为主播达人提供更多优质的商品供给。小店通的目的是通过优化订单支付、信息流发现页投放、直播跳转直播间等方式，最终实现涨粉卖货。

表 11：快手电商在生态、营销、产品侧的三大维度赋能升级

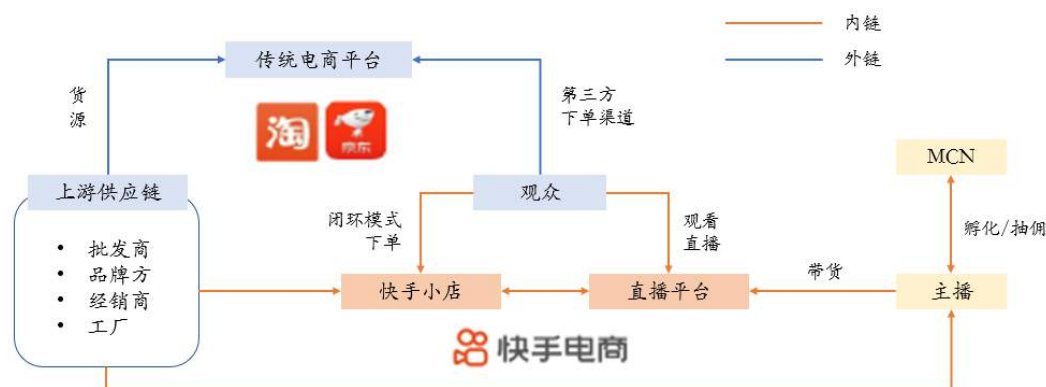
生态侧		
举措	描述	目的
服务商“合伙人计划”	<ul style="list-style-type: none">快手电商将在全国打造 100+精品产业带基地、数百个官方服务商、孵化 1 万+个产业带中腰部主播、开展 100 万+场电商直播。	重点发力服务商及新商家培养。
新商家“双百扶持计划”	<ul style="list-style-type: none">未来一年，快手电商将投入百亿资源包，为生态伙伴创造百亿级收入，孵化 10 万+个年销售额过百万的新商家。	
“凡星”计划	<ul style="list-style-type: none">凡是在 2020 年 9 月 1 日-10 月 31 日入驻快手自建小店的新商家,均可享受价值 200 元的免费粉条流量、从入驻至累计销售额 10 万以内技术服务费低至 1%、官方运营对接等扶持政策。	
营销侧		
举措	描述	目的
“116 购物狂欢节”	<ul style="list-style-type: none">凡是 9 月份 GMV 小于 5 万的快手中小商家，及 10 月 1 日-11 月 11 日新开店商家，都将得到快手电商减免技术服务费至 1% 的优惠扶持。推出“产地好主播挑战赛”，以 10 亿级流量扶持潜力黑马主播。满足月 GMV 小于 100 万、粉丝量小于 1000 万以及小店星级大于 4 星的主播无需报名即可自动参与挑战赛。其中，产地好主播挑战赛还专门设置了百万主播榜，116 活动期内累计 GMV100 万即可登上榜单，截止目前已经诞生了 11 位百万主播。	通过常态化营销活动将快手直播电商植入用户心智。
百亿补贴及一元购	<ul style="list-style-type: none">由官方补贴品牌正价商品，并面向所有快手主播发起招募。参与百亿补贴的主播可以获得快手官方百亿补贴商品及新人 1 元购等商品引流和千万级流量加权等政策优惠。	
产品侧		
举措	描述	目的
快手好物联盟	<ul style="list-style-type: none">由推广者、商家供应链、招商团长共同组成；本质上是一个品牌商品供应链联盟。	降低达人的电商化门槛，为主播达人提供更多优质的商品供给。
小店通	<ul style="list-style-type: none">服务商家的一款流量型工具，商家可以使用小店通进行作品推广和直播推广。	通过优化订单支付、信息流发现页投放、直播跳转直播间等方式，最终实现涨粉卖货。

资料来源：“新榜电商大会”，安信证券研究中心

快手电商在生态侧、营销侧、产品侧的三大维度赋能升级的最重要意义在于降低直播电商门槛，扶持赋能中小卖家，让快手平台上的腰部以及尾部商家，可以获得头部和肩部平等普惠的流量分发。此举符合快手公平、普惠的底层价值观，以中尾部卖家为发力点解决头部主播寡头化严重的问题。快手正在用更多方式介入流量分配机制，通过扶持大量中腰部主播成长来稀释家族化主播群体的社区浓度，如增加真金白银投入做补贴，流量资源向更多中尾部商家倾斜等，以“中央调控”的方式调节优化直播电商主播模型结构。

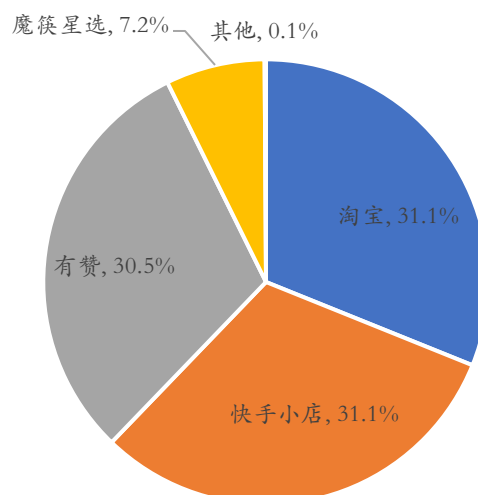
快手小店尚未完全闭环快手电商产业链闭环，目前导流到第三方平台完成购物占比仍偏高。对于构建电商闭环，快手已推出快手小店供用户在快手平台内完成支付行为，但目前淘宝、抖音、快手、微信小程序以及头条小店等五大直播电商平台中仅快手直播支持跳转外链。据 QuestMobile 统计，2020 年国庆（10.1-10.7）期间，快手直播带货渠道分布中仅 31% 的交易通过快手小店完成，而同期抖音已通过抖音小店实现完全闭环交易。未来，如果快手小店能够完全承接闭环交易，一方面能够直接减免与第三方平台的佣金流转损失，另一方面平台还可以积累更多交易数据，建立更为全面的消费者用户画像，有利于针对性地推送商品信息提高转化率。

图 72：快手电商产业链



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 73：快手 2020 年国庆期间（10.1-10.7）直播带货商品渠道分布



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

表 12：快手对于不同平台的抽佣体系

	淘宝	拼多多/有赞	快手小店/魔筷星选
货源供应方式	淘宝+小黄车	有赞+魔筷	快手小店
商品售价	100 元	100 元	100 元
电商平台抽佣规则	GMV*6%+(GMV*20%-GMV*6%)*10%	GMV*20%*(0%~10%)	-
电商平台抽佣	7.4 元	0~2 元	0 元
内容平台抽佣规则	剩余佣金*50%	实际推广佣金*50%	GMV*5%
内容平台抽佣	6.3 元	9~10 元	5 元
主播及 MCN 机构抽佣规则	剩余佣金	剩余佣金	剩余佣金
主播及 MCN 机构抽佣规则	6.3 元	9~10 元	15 元

资料来源：快手电商平台，安信证券研究中心

4. 风险提示

用户获取成本提升风险。

互联网流量获取成本逐渐提升，短视频平台的变现依赖既有用户维持或提升活跃度，也依赖持续性地获取新用户，获客成本的提升将抬升公司的营业成本，挤压利润空间。

短视频行业竞争加剧风险。

头部短视频平台竞争加剧，若快手无法紧跟用户偏好变化，无法持续设计出符合用户预期的功能，那么可能会失去吸引力，导致用户转移到其他短视频平台，难以维持平台既有的用户规模。

内容监管疏漏风险。

随着快手的用户和内容体系的增长，如果公司的运营团队和内容监管机制的成长速度跟不上用户和内容的增长速度，或将出现内容监管疏漏的风险。

对头部主播依赖过度风险。

平台和主播存在微妙的共生与平衡关系，平台需要主播生产内容、经营私域流量，主播需要平台技术支撑、导入公域流量。快手直播电商业务中头部主播 GMV 占比较大，头部主播走向具有一定不确定性，如头部主播出走，对电商业务或将造成负面影响。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034